**Deutscher Bundestag** **Drucksache 17/6506**

**17. Wahlperiode** 06. 07. 2011

# Beschlussempfehlung und Bericht

## des Rechtsausschusses (6. Ausschuss)

**zu dem Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen**
KOM(2011) 164 endg.; Ratsdok. 8830/11
**– Drucksache 17/5822 Nr. A.20 –**

**hier: Stellungnahme im Rahmen eines Konsultationsverfahrens der EU-Kommission**

### A. Problem

Die Europäische Kommission hat am 5. April 2011 ein Grünbuch mit dem Titel „Europäischer Corporate Governance-Rahmen" vorgelegt und damit ein öffentliches Konsultationsverfahren eingeleitet. Mit den im Grünbuch unterbreiteten Vorschlägen will die Kommission die Nachhaltigkeit von Corporate Governance stärken. Die Kommission stellt drei Themen in den Mittelpunkt ihrer Überlegungen: Erstens bedürfe es leistungsfähiger und wirksamer Verwaltungsräte, die der jeweiligen Geschäftsführung Paroli bieten könnten. Zweitens sei hinsichtlich der Aktionäre zu überlegen, ob nicht mehr Aktionäre dazu angehalten werden könnten, sich nicht für kurzfristige, sondern für nachhaltige Gewinne und längerfristige Leistungen zu interessieren und wie sie zu einer proaktiveren Haltung in Corporate-Governance-Fragen bewegt werden könnten. Drittens müsse der Grundsatz „comply or explain" (Mittragen oder Erklären) durch aussagekräftige Erläuterungen der Unternehmen, deren Informationsgehalt und Vollständigkeit zudem aufsichtsbehördlich überprüfbar gemacht werden soll, gestärkt werden.

### B. Lösung

Kenntnisnahme des Grünbuchs und Annahme einer Entschließung, mit der der Deutsche Bundestag dazu Stellung nimmt und seinen Präsidenten bittet, den Beschluss als Beitrag des Deutschen Bundestages zum Konsultationsverfahren an den Präsidenten der Europäischen Kommission zu übermitteln. Mit der Stellungnahme soll im Wesentlichen klargestellt werden, dass der Deutsche Bundestag die Zielsetzung des Grünbuchs zwar grundsätzlich teilt, aber grundlegende Bedenken gegen wesentliche Vorschläge der Kommission hat. Der Deutsche Bundestag soll sich insbesondere gegen die Einführung starrer Quoten für die Beteiligung bestimmter gesellschaftlicher Gruppen in gesellschaftrechtlichen Gremien aussprechen. Die Kommission soll davor gewarnt werden, nachhaltige Anlagestrategien durch bestimmte Verhaltenspflichten für Aktionäre befördern zu wollen. Entschieden abgelehnt werden soll die Schaffung einer aufsichtsbehördlichen Überprüfbarkeit von Corporate-Governance-Erklärungen.

**Annahme einer Entschließung mit den Stimmen der Fraktionen der CDU/CSU und FDP gegen die Stimmen der Fraktionen SPD, BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN und DIE LINKE. unter Kenntnisnahme des Grünbuchs der Kommission.**

### C. Alternativen

Annahme einer anderslautenden Entschließung oder Absehen von einer über die Kenntnisnahme hinausgehenden Empfehlung.

### D. Kosten

Wurden im Ausschuss nicht erörtert.

## Beschlussempfehlung

In Kenntnis der Unterrichtung auf Drucksache 17/5822 Nr. A.20 wolle der Deutsche Bundestag beschließen, folgende Entschließung anzunehmen:

„I. Der Deutsche Bundestag nimmt zu dem Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen der Europäischen Kommission wie folgt Stellung und bittet seinen Präsidenten, den Beschluss als Beitrag des Deutschen Bundestages zum Konsultationsverfahren an den Präsidenten der Europäischen Kommission zu übermitteln.

II. Der Deutsche Bundestag stellt fest:

Im Juni 2010 wurde von der Kommission ein Grünbuch zur Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik (KOM(2010) 284 endg.; Ratsdok. 10823/10) vorgelegt. Dazu hat der Deutsche Bundestag Stellung genommen (Drucksache 17/3112). Darin wurde deutlich, dass der Grundsatz der Subsidiarität eingehalten werden muss. Daneben wurden die positiven Erfahrungen mit dem Corporate Governance Kodex sowie die Differenziertheit von Unternehmen und Unternehmenskulturen mitsamt der Notwendigkeit, auf diese Rücksicht zu nehmen, hervorgehoben. Schließlich wurde deutlich gegenüber starren Quotenregelungen für Aufsichtsräte Stellung bezogen.

Die Kommission hat nun das Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen vorgelegt. Darin fragt die Kommission drei Themenbereiche ab, die aus Sicht der Kommission im Mittelpunkt einer guten Corporate Governance stehen.

Zum einen geht die Kommission der Frage nach, wie die Verwaltungsräte leistungsfähiger und wirksamer im Verhältnis zur Geschäftsführung werden können. Dies beinhaltet den Bereich des Risikomanagements.

Zweitens geht es um die Rolle und das Selbstverständnis der Aktionäre. Die Kommission moniert eine angebliche kurzfristige Renditeorientierung einer Mehrheit der Aktionäre und fragt, ob Aktionäre nicht angehalten werden könnten, sich für mehr Langfristigkeit und Nachhaltigkeit bei Unternehmen und ihren Gewinnen zu interessieren.

Drittens macht die Kommission deutlich, dass sich Abweichungen vom EU-Corporate Governance-Rahmen negativ auf die Unternehmen auswirken, weswegen eine effektivere Umsetzung und Überwachung derselben von den Mitgliedstaaten eingefordert wird bzw. nach Wegen gesucht wird, diese Situation zu verbessern.

Der Deutsche Bundestag begrüßt die Zielsetzung der Kommission, mit dem Grünbuch die Nachhaltigkeit von Corporate Governance zu stärken. Die Finanzkrise hat Schwächen im Regulierungssystem der Corporate Governance zu Tage gebracht, die vor allem die Rolle des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrats als Kontrollinstanz betreffen. Daneben ist die Nachhaltigkeit von Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit nachdrücklich zu unterstützen. Nur ein gut funktionierender Binnenmarkt in der EU ist in der Lage, die Rahmenbedingungen in einem globalen Wettbewerb mit Nordamerika, Japan, China, Indien und weiteren Schwellenländern darzustellen.

Der Deutsche Bundestag erkennt aber auch die beachtlichen Schritte vieler Unternehmen in Europa an, die deutlich machen, dass auch mit der gegenwärtigen Gesetzeslage eine gute Unternehmensführung möglich ist und weiter an Boden gewinnt. Im Verlaufe des vergangenen Jahrzehnts hat Deutschland beste Erfahrungen mit freiwilligen Verbesserungen auf der

Grundlage des Deutschen Corporate Governance Kodex gemacht. Im Übrigen ist auch zu beachten, dass Probleme der Corporate Governance, die im Rahmen der Finanzkrise schwerpunktmäßig bei Finanzinstituten auftauchten, keine zwingenden Indizien für allgemeine, also branchenübergreifende Probleme der Corporate Governance sind.

III. Der Deutsche Bundestag bekräftigt auch im Rahmen der vorliegenden Konsultation seine folgenden Positionen:

1. Eine Entwicklung von Maßnahmen auf europäischer Ebene ist unter Wahrung des Subsidiaritätsprinzips vorzunehmen. Sobald eine Maßnahme zur Corporate Governance ebenso einfach wie effektiv durch die Mitgliedstaaten eingeführt werden kann, obliegt ihnen die Regelungskompetenz.

2. Vor diesem Hintergrund regt der Deutsche Bundestag erneut an zu prüfen, ob die Vorgabe von Quoten für die Besetzung gesellschaftsrechtlicher Gremien durch die Europäische Union nicht gegen den Grundsatz der Subsidiarität verstößt. Denn Subsidiarität bedeutet nach der Legaldefinition aus Artikel 5 Absatz 3 des Vertrages über die Europäische Union, dass die Europäische Union nur dann tätig werden darf, „sofern und soweit die Ziele der in Betracht gezogenen Maßnahmen von den Mitgliedstaaten weder auf zentraler noch auf regionaler noch auf lokaler Ebene ausreichend verwirklicht werden können, sondern vielmehr wegen ihres Umfangs oder ihrer Wirkungen auf Unionsebene besser zu verwirklichen sind.“ Norwegen, das zwar kein Mitgliedstaat der Europäischen Union ist, hat durch nationales Recht Quotenregelungen eingeführt, die in der Öffentlichkeit als sehr erfolgreich bewertet wurden. Wer jedenfalls diese Bewertung teilt, erkennt auch an, dass nationales Recht das Ziel der Besetzung gesellschaftsrechtlicher Gremien nach Maßgabe von Quotenregelungen jeweils selbst offenbar ausreichend verwirklichen kann. Denn es ist kein Grund erkennbar, warum die Mitgliedstaaten nicht auch selbst auf nationalstaatlicher Ebene ähnliche Maßnahmen wie Norwegen ergreifen könnten, wenn sie es wollten.

3. Die Regelungen zur Corporate Governance haben in Deutschland einen hohen Standard, der nicht durch europäische Maßnahmen abgesenkt werden darf. Der in Deutschland existierende Corporate Governance Kodex hat sich in der Vergangenheit als erfolgreiches Instrument der Selbstregulierung erwiesen.

IV. Der Deutsche Bundestag nimmt zu den Fragen der vorliegenden Konsultation wie folgt zusammenfassend Stellung:

1. Zahlreiche deutsche Unternehmen praktizieren schon heute mit großem Erfolg verschiedenste Maßnahmen aus unternehmerischer Verantwortung gegenüber der Gesellschaft (Corporate Social Responsibility). Dabei zeigt sich die gesellschaftliche Vielfalt auch in Form verschiedenartiger Wahrnehmung von Verantwortung. Selbst kleinere Unternehmen nehmen ihre Verantwortung oft örtlich oder regional sehr stark wahr. Vor dem Hintergrund dieser Vielfalt, aber auch einer sich in einer sozialen Marktwirtschaft ständig verändernden wirtschaftlichen Lage von Unternehmen, muss unternehmerische Verantwortung stets freiwillig wahrgenommen werden. Eine gesetzliche Verpflichtung zur sozialen Verantwortung (Corporate Social Responsibility) widerspricht dem Grundgedanken des freiverantwortlichen gesellschaftlichen Engagements und lehnen wir daher ab. Ebenso lehnen wir Ansätze einer Bewertung oder Bepunktung des sozialen Engagements ab. Dies würde in vielen Bereichen kontraproduktiv wirken.

2. Die Berücksichtigung der Größe börsennotierter Gesellschaften bei den EU-Corporate Governance-Maßnahmen ist sehr begrüßenswert. Kleinere Unternehmen sind nicht in der Lage, das zu leisten, was Großkonzerne leis-

ten. Um diesen verschiedenen Ausgangslagen Rechnung tragen zu können, sollten an dieser Stelle unterschiedliche Anforderungen gelten. Aber nicht nur hinsichtlich der Größe der Unternehmen, sondern auch die Unterschiede der verschiedenen Branchen sollten berücksichtigt werden.

3. Die regulatorische Gleichbehandlung von börsen- und nicht börsennotierten Unternehmen auf EU-Ebene lehnen wir ausdrücklich ab. Die Kommission selbst geht davon aus, dass sich die Corporate Governance von ihrem Wesen her vor allem auf Fragen des Principal-Agent-Konflikts zwischen Aktionären und geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern konzentriert. Der angesprochene Konflikt tritt jedoch bei nichtbörsennotierten Gesellschaften typischer Weise nicht in gleichem Ausmaß auf wie bei börsennotierten Unternehmen, da bei nichtbörsennotierten Gesellschaften unabhängig von ihrer Größe bei wirtschaftlicher Betrachtung die Trennung von Geschäftsführung, Kontrolle und Eigentum nicht den Regelfall darstellt.

4. Die Frage, ob eine klare Trennung der Aufgaben und Zuständigkeiten des Verwaltungsratsvorsitzenden und des „Chief Executive Officer“ sinnvoll wäre, hat die deutsche Rechtsordnung bereits beantwortet. Der deutsche Gesetzgeber hat die Aktiengesellschaft nach dem dualistischen Prinzip der Trennung von Leitung und Kontrolle aufgebaut. Der Aufsichtsrat ist ein zwingendes und vom Vorstand unabhängiges Organ jeder Aktiengesellschaft. Eine klare Trennung der Aufgaben und Zuständigkeiten des Aufsichtsrats und des Vorstands besteht damit in Deutschland generell.

5. Die Befähigung der einzelnen Mitglieder des Aufsichtsrats darf unter der Berücksichtigung der Größe der Gesellschaften nicht an zu strenge Kriterien geknüpft sein. Es darf nicht sein, dass etwa ein langjähriger Firmenchef nicht mehr in den Aufsichtsrat wechseln kann, weil ihm die formellen Qualifikationen fehlen. Unternehmen sind unterschiedlich. Wichtig für ein Unternehmen ist es, je nach Branche, den Aufsichtsrat mit Mitgliedern zu besetzen, welche die Arbeitsweisen, Vorgänge, Strukturen des Unternehmens und der erstellten Produkte verstehen. Eine Festlegung auf bestimmte Berufe oder Fähigkeiten (z. B. nur Juristen oder Betriebs- oder Volkswirte oder als zwingende Voraussetzung ein Hochschulabschluss) widerspricht der Vielfältigkeit der wirtschaftlichen Realität und der Anforderungen an Aufsichtsräte. Des Weiteren hat Deutschland in Bezug auf die Ausfüllung des Deutschen Corporate Governance Kodex die Anforderungen an Aufsichtsratsmitglieder konkretisiert. Demnach ist es nicht erforderlich, dass das einzelne Aufsichtsratsmitglied alle Kenntnisse und Fähigkeiten auf sich vereint, die für die Erfüllung seiner Aufgaben notwendig sind. Vielmehr sollte die Zusammensetzung des Gremiums insgesamt sicherstellen, dass alle notwendigen Qualifikationen vorhanden sind. Es geht dabei um das Qualifikationsprofil des Aufsichtsrats als Ganzes.

6. Der Deutsche Bundestag hält die Abbildung der gesellschaftlichen Vielfalt (Diversity) in gesellschaftsrechtlichen Gremien für eine Bereicherung für die Unternehmen. Allerdings lässt sich nicht abstrakt und quotiert festlegen, wie hoch der Anteil an bestimmten gesellschaftlichen Gruppen in einem Unternehmensgremium sein soll. Hier spielen Größe, Absatzmärkte und Branche des betreffenden Unternehmens eine wichtige Rolle. Somit lehnt der Deutsche Bundestag eine darüber hinausgehende starr geregelte Diversity ab.

7. Die Forderung der Kommission nach Maßnahmen zur stärkeren Besetzung gesellschaftsrechtlicher Gremien mit Frauen wird begrüßt. Offen ist jedoch der Weg, dieses Ziel zu erreichen. Es ist nicht auszuschließen, dass eine gesetzlich normierte Quotenregelung im Hinblick auf Angemessenheit und Verhältnismäßigkeit gegen Verfassungsrecht (möglicher Verstoß gegen Artikel 14 und Artikel 3 des Grundgesetzes) sowie gegen Europarecht (mögli-

cher Verstoß gegen Artikel 23 Charta der Grundrechte) verstößt. Der Deutsche Bundestag regt an, nationale Initiativen zu entwickeln, um eine geschlechtergerechte Chancengleichheit in den Führungspositionen zu verwirklichen. Der Deutsche Bundestag begrüßt in diesem Zusammenhang ausdrücklich die von den Vorständen der DAX-30-Unternehmen gegenüber der Bundesregierung am 30. März 2011 formulierte Zusage, sich bis zum Ende des Jahres 2011 eigene Zielquoten zu geben, deren zeitliche Umsetzung festzulegen und über den Umsetzungsstand zu berichten.

8. Ein zusätzlicher Bedarf zur Begrenzung der Zahl an Aufsichtsratsmandaten, die ein Mitglied eines Aufsichtsrats wahrnehmen darf, besteht in der deutschen Rechtsordnung nicht. Deutschland hat in § 100 Absatz 2 Nummer 1 des Aktiengesetzes die Höchstzahl der Mandate für Aufsichtsratsmitglieder geregelt. Die vom Gesetz festgesetzte Anzahl an Aufsichtsratsmandaten ist somit auf grundsätzlich höchstens zehn Mandate begrenzt.

9. Nach Ansicht des Deutschen Bundestages wäre eine regelmäßige externe Beurteilung von Organen der börsennotierten Unternehmen nicht zielführend. Eine solche Beurteilung birgt die Gefahr formaler Exkulpation von außen, wo persönliche Verantwortung im Unternehmen gefragt ist. Im Übrigen setzt die externe Beurteilung die Offenlegung von sensiblen Interna voraus. Dies stellt einen nicht zu unterschätzenden Eingriff dar. Zudem verursacht eine solche Beurteilung höhere Verwaltungskosten für die Unternehmen.

10. Das Grünbuch der Kommission benennt in Bezug auf die Rolle der Aktionäre das angeblich mangelnde Interesse von kleinen und institutionellen Anlegern als Problem einer langfristig ausgerichteten Unternehmenspolitik. Dazu führt das Grünbuch einzelne Instrumente auf, um diese Anleger zu einem nachhaltigen Anlageverhalten zu bewegen. Der Deutsche Bundestag erinnert in diesem Zusammenhang daran, dass die Aktie die Funktion besitzt, außenstehende Personen zu Investitionen in die Aktiengesellschaft in Form einer Kapitalanlage zu veranlassen. Verhaltensregeln und Haftungsdurchgriffe für Aktionäre werden daher jedenfalls im deutschen Recht nur in solchen Fällen angenommen, in denen der Aktionär Einfluss auf die unternehmerischen Entscheidungen nimmt. Vor diesem Hintergrund warnt der Deutsche Bundestag davor, Verhaltenspflichten der Aktionäre zu begründen, die ihnen zusätzliche Haftungsrisiken aufbürden. Hat der Aktionär nicht mehr das Recht, sich bewusst gegen eine Einflussnahme auf das Unternehmen zu entscheiden, würde dies möglicherweise das Ende der Publikumsaktie als Kapitalanlage für die Breite der Gesellschaft bedeuten. Denn niemand möchte wegen einer bloßen Kapitalanlage sein Privatvermögen mit Haftungsrisiken infizieren.

11. Bezogen auf eine langfristige Orientierung der Anteilseigner kann darüber nachgedacht werden, ob eine Zahlung höherer Dividenden an langfristige Anteilseigner/Investoren zielführend ist. In diese Richtung gehen auch die Empfehlungen der sogenannten Reflection Group. Ebenso kann in diesem Zusammenhang auch darüber nachgedacht werden, ob die Honorierung von Führungspositionen inklusive des Aufsichtsrats nicht in Unternehmensaktien mit einer Haltefrist von mehreren Jahren erfolgen kann. Dies würde zu einer längeren Bindung der Entscheidungsträger an das Unternehmen führen.

12. Der Deutsche Bundestag begrüßt den Blick der Kommission auf die Berücksichtigung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat ihrer Unternehmen. In Deutschland bewirken eine Vielzahl von Mitbestimmungsvorschriften, dass sich bei der Besetzung des Aufsichtsrats die Interessen der Arbeitnehmer widerspiegeln. Sie reichen vom Drittelbeteiligungsgesetz, wonach in Unternehmen mit mehr als 500 und maximal 2 000 Beschäftigten, der Auf-

sichtsrat zu einem Drittel von der Arbeitnehmerseite besetzt wird, bis hin zum Montan-Mitbestimmungsgesetz das für Unternehmen der Montanindustrie bereits ab 1 000 Arbeitnehmern eine paritätische Besetzung des Aufsichtsrats vorsieht. Gleichwohl hält der Deutsche Bundestag Anreize für die Beteiligung der Belegschaft am Eigenkapital ihres Unternehms für wünschenswert.

13. Der Deutsche Bundestag begrüßt den Grundsatz des „comply or explain“, der sich in Deutschland bisher gut bewährt hat. Vorschlägen, die zu einer Erweiterung des Begründungsumfangs oder der Begründungspflicht führen würden, stehen wir skeptisch gegenüber. In Deutschland sind bisher weder Beanstandungen hinsichtlich der Befolgung der Erklärungspflicht noch der inhaltlichen Qualität der Erklärung bekannt, weshalb sich die Frage der Erforderlichkeit einer detaillierteren Erklärungspflicht stellt. Ferner ist unklar, was genau die von der Kommission angeregten Anforderungen an „detaillierte Erläuterungen“ in diesem Zusammenhang bedeuten sollen. Vor diesem Hintergrund regen wir für den Fall, dass trotz der Zweifel an ihrer Erforderlichkeit eine solche Erläuterungspflicht auf EU-Ebene eingeführt werden sollte, an, diese Pflichten in Form eines transparenten und überschaubaren Kriterienkatalogs festzulegen, um Rechtsunsicherheiten zu vermeiden. In keinem Fall darf dies zu einer Bürokratisierung eines bereits gut funktionierenden Systems führen.

14. Die Überprüfung der Informationsqualität der Erläuterungen in den Corporate Governance-Erklärungen durch eine Aufsichtsbehörde lehnt der Deutsche Bundestag strikt ab. Zum einen besteht in Deutschland aufgrund der dualistischen Verfassung von börsennotierten Unternehmen schon ein Aufsichtsgremium in Form des Aufsichtsrats für den geschäftsführenden Vorstand. Außerdem verkennt diese Forderung den Sinn und Zweck des „comply or explain“-Grundsatzes. Ziel ist es, dem Kapitalmarkt Informationen zur Verfügung zu stellen, um dadurch Transparenz für Kapitalanleger zu erzeugen. Durch diese Transparenz soll der mündige Kapitalanleger besser in der Lage sein, seine Entscheidungen zu treffen.“

Berlin, den 6. Juli 2011

**Der Rechtsausschuss**

**Siegfried Kauder (Villingen-Schwenningen)**
Vorsitzender

**Dr. Patrick Sensburg**
Berichterstatter

**Burkhard Lischka**
Berichterstatter

**Marco Buschmann**
Berichterstatter

**Raju Sharma**
Berichterstatter

**Ingrid Hönlinger**
Berichterstatterin

# Bericht der Abgeordneten Dr. Patrick Sensburg, Burkhard Lischka, Marco Buschmann, Raju Sharma und Ingrid Hönlinger

## I. Überweisung

Das **Ratsdokument 8830/11** wurde mit Überweisungsdrucksache 17/8522 Nr. A.20 vom 13. Mai 2011 gemäß § 93 Absatz 5 der Geschäftsordnung des Deutschen Bundestages dem Rechtsausschuss zur federführenden Beratung und dem Finanzausschuss, dem Ausschuss für Wirtschaft und Technologie sowie dem Ausschuss für die Angelegenheiten der Europäischen Union zur Mitberatung überwiesen.

## II. Stellungnahmen der mitberatenden Ausschüsse

Der **Finanzausschuss** hat die Vorlage auf Ratsdokument 8830/11 in seiner 57. Sitzung am 6. Juli 2011 beraten und empfiehlt, diese zu Kenntnis zu nehmen.

Der **Ausschuss für Wirtschaft und Technologie** hat die Vorlage auf Ratsdokument 8830/11 in seiner 50. Sitzung am 6. Juli 2011 beraten und empfiehlt mit den Stimmen der Fraktionen der CDU/CSU und FDP gegen die Stimmen der Fraktionen SPD, DIE LINKE. und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN die Annahme der aus der Beschlussempfehlung ersichtlichen Entschließung unter Kenntnisnahme der Vorlage.

Der **Ausschuss für die Angelegenheiten der Europäischen Union** hat die Vorlage auf Ratsdokument 8830/11 in seiner 44. Sitzung am 6. Juli 2011 beraten und einstimmig zur Kenntnis genommen; er empfiehlt mit den Stimmen der Fraktionen der CDU/CSU und FDP gegen die Stimmen der Fraktionen SPD, DIE LINKE. und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, die aus der Beschlussempfehlung ersichtliche Entschließung anzunehmen.

## III. Beratungsverlauf und Beratungsergebnisse im federführenden Ausschuss

Der **Rechtsausschuss** hat die Vorlage in seiner 56. Sitzung am 6. Juli 2011 nach vorbereitenden Beratungen im Unterausschuss Europarecht abschließend beraten und empfiehlt mit den Stimmen der Fraktionen der CDU/CSU und FDP gegen die Stimmen der Fraktionen SPD, DIE LINKE. und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN in Kenntnis der Unterrichtung auf Drucksache 17/8522 Nr. A.20 die Annahme der aus der Beschlussempfehlung ersichtlichen Entschließung.

Berlin, den 6. Juli 2011

**Dr. Patrick Sensburg**
Berichterstatter

**Burkhard Lischka**
Berichterstatter

**Marco Buschmann**
Berichterstatter

**Raju Sharma**
Berichterstatter

**Ingrid Hönlinger**
Berichterstatterin

**Anlage**



**RAT DER EUROPÄISCHEN UNION**

**Brüssel, den 8. April 2011 (11.04)**
**(OR. en)**

**8830/11**

**DRS 57**
**EF 46**

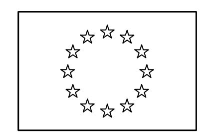
**ÜBERMITTLUNGSVERMERK**

| | |
|---|---|
| Absender: | Herr Jordi AYET PUIGARNAU, Direktor, im Auftrag der Generalsekretärin der Europäischen Kommission |
| Eingangsdatum: | 6. April 2011 |
| Empfänger: | der Generalsekretär des Rates der Europäischen Union, Herr Pierre de BOISSIEU |
| Betr.: | GRÜNBUCH<br>Europäischer Corporate Governance-Rahmen |

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Kommissionsdokument KOM(2011) 164 endgültig.

---

Anl.: KOM(2011) 164 endgültig



EUROPÄISCHE KOMMISSION

Brüssel, den 5.4.2011
KOM(2011) 164 endgültig

# GRÜNBUCH

## Europäischer Corporate Governance-Rahmen

**GRÜNBUCH**

**Europäischer Corporate Governance-Rahmen**

**(Text von Bedeutung für den EWR)**

Die Kommission hat unlängst ihr Engagement für einen starken und erfolgreichen Binnenmarkt bekräftigt, in dessen Mittelpunkt die Bürger und die Wiedergewinnung ihres Vertrauens stehen. Wie es in der Mitteilung der Kommission *Auf dem Weg zu einer Binnenmarktakte* heißt, 'ist es von zentraler Bedeutung, dass die europäischen Unternehmen größtmögliche Verantwortung an den Tag legen, sowohl gegenüber ihren Beschäftigten als auch gegenüber ihren Anteilseignern und gegenüber der Gesellschaft insgesamt'[1]. Corporate Governance und die soziale Verantwortung von Unternehmen sind grundlegende Faktoren, wenn es darum geht, das Vertrauen der Bürger in den Binnenmarkt aufzubauen. Auch können sie einen Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft leisten, denn gut geführte Unternehmen sind am Besten platziert, um die ehrgeizigen Wachstumsziele der 'Agenda 2020'[2] voran zu treiben. Auf dem Gebiet der sozialen Verantwortung von Unternehmen hat die Kommission bereits eine öffentliche Konsultation zur Vorlage von Nichtfinanzinformationen durch Unternehmen[3] veröffentlicht und gedenkt, im Laufe des Jahres eine neue Rahmenitiative zu lancieren, um Fragen anzugehen, die im Zusammenhang mit den gesellschaftlichen Herausforderungen der Unternehmen stehen.

Im Kommuniqué der G20-Finanzminister und Zentralbankgouverneure vom 5. September 2009 wurde betont, dass Maßnahmen ergriffen werden sollten, um nachhaltiges Wachstum zu gewährleisten und ein solideres internationales Finanzsystem aufzubauen. Bei der Corporate Governance handelt es sich um ein Mittel, mit dem schädliches kurzfristiges Denken und das Eingehen allzu großer Risiken eingedämmt werden können[4]. Ziel dieses Grünbuchs ist es, vor dem Hintergrund des oben Gesagten die Wirksamkeit des derzeitigen Corporate Governance-Rahmens für europäische Unternehmen zu bewerten.

Unter Corporate Governance versteht man in der Regel das System, nach dem Unternehmen geführt und kontrolliert werden[5], sowie eine Reihe definierter Beziehungen zwischen der Führung und dem Leitungsorgan eines Unternehmens sowie zu seinen Aktionären und

---

1 Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen *Auf dem Weg zu einer Binnenmarktakte - Für eine in hohem Maße wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft*, KOM(2010) 608 endg./2, Seite 27.

2 Siehe Schlussfolgerungen des Vorsitzes des Europäischen Rates vom 17. Juni 2010 unter: http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf.

3 Die Konsultation zur ‘Vorlage von Nichtfinanzinformationen durch Unternehmen’ wurde im Januar 2011 abgeschlossen; Siehe http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm.

4 Siehe auch z. B. das OECD-Papier 'Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles', ('Corporate Governance und Finanzkrise – Ergebnisse und bewährte Praktiken für eine erfolgreiche Umsetzung der Grundsätze'), Februar 2010.

5 Bericht des Ausschusses zu den Finanzaspekten der Corporate Governance ('Cadbury Report'), 1992, Seite 15, abrufbar unter: http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf.

sonstigen Akteuren[6]. Beim Corporate Governance-Rahmen für börsennotierte Unternehmen in der Europäischen Union handelt es sich um eine Kombination aus verbindlichen Rechtsvorschriften und nicht zwingendem Recht, zu dem auch Empfehlungen[7] und Corporate Governance-Kodizes gehören. Corporate Governance-Kodizes werden zwar auf nationaler Ebene erlassen, dennoch empfiehlt die Richtlinie 2006/46/EG ihre Anwendung, indem börsennotierten Unternehmen vorgeschrieben wird, dass sie sich in ihrer Corporate Governance-Erklärung auf einen Kodex beziehen und über ihre Einhaltung dieses Kodexes nach dem Grundsatz „Mittragen oder Begründen" (‘comply or explain’) berichten [8].

Um die für eine gute Corporate Governance in der EU wichtigsten Themen abzustecken und dieses Grünbuch vorzubereiten, führte die Kommission Interviews mit einer Reihe speziell ausgewählter börsennotierter Unternehmen aus verschiedenen Mitgliedstaaten und Wirtschaftssektoren, die ein unterschiedliches Kapitalisierungsniveau und unterschiedliche Aktionärsstrukturen aufwiesen. Darüber hinaus wurden Sitzungen mit Corporate Governance-Experten und Vertretern der Anlegergruppen und der Zivilgesellschaft abgehalten. Einige wichtige Fragen traten bereits im Zusammenhang mit dem im Juni 2010 angenommenen Grünbuch „Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik“[9] auf. So ist beispielsweise die Einbeziehung der Aktionäre nicht nur für Finanzinstitute, sondern auch für Unternehmen allgemein von Interesse[10]. Finanzinstituten kommt aber eine besondere Rolle zu, da sie sich bei der Gewährleistung eines wirksamen Risikomanagements besonderen Herausforderungen gegenüber sehen und sie für das Finanzsystem systemische Risiken aufwerfen können. Die im Grünbuch vom Juni 2010 vorgeschlagenen Lösungen können folglich für EU-Unternehmen im Allgemeinen nicht relevant sein. Deshalb werden in diesem Grünbuch drei Themen behandelt, die im Mittelpunkt einer guten Corporate Governance stehen:

- Der Verwaltungsrat – es bedarf leistungsfähiger, wirksamer Verwaltungsräte, die der jeweiligen Geschäftsführung Paroli bieten können. Dies bedeutet, dass Verwaltungsräte nicht geschäftsführende Mitglieder mit unterschiedlichen Auffassungen, Talenten und einer angemessenen Berufserfahrung benötigen. Diese Mitglieder müssen auch bereit sein, ausreichend Zeit in die Arbeit des Verwaltungsrats zu investieren. Der Rolle des Vorsitzenden des Verwaltungsrats kommt besondere Bedeutung zu. Das Gleiche gilt für die Zuständigkeiten des Verwaltungsrats auf dem Gebiet des Risikomanagements.

- Die Aktionäre - der Corporate Governance-Rahmen geht von der Annahme aus, dass sich Aktionäre in Unternehmen engagieren und die Geschäftsführung für ihre Leistung zur Rechenschaft ziehen. Allerdings bestehen Hinweise darauf, dass sich die Mehrheit der Aktionäre passiv verhält und oftmals lediglich an kurzfristigen Gewinnen interessiert ist. Von daher scheint es nützlich zu sein, zu überlegen, ob nicht mehr Aktionäre dazu

---

6 OECD-Grundsätze auf dem Gebiet der Corporate Governance, 2004, Seite 11, abrufbar unter: http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf.

7 Ein Verzeichnis von EU-Maßnahmen auf dem Gebiet der Corporate Governance ist Gegenstand von Anhang 2.

8 Diesem Ansatz zufolge muss ein Unternehmen, das sich dafür entscheidet, vom Corporate Governance-Kodex abzuweichen, erläutern, von welchen Teilen des Kodexes es abgewichen ist, und die Gründe dafür darlegen.

9 KOM(2010) 284 endgültig, siehe auch Feedback-Erklärung — Zusammenfassung der Antworten an die Kommission zum Grünbuch „Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik“, abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

10 Siehe zuvor genanntes Grünbuch, Abschnitte 3.5 und 5.5.

angehalten werden könnten, sich für nachhaltige Gewinne und längerfristige Leistungen zu interessieren, und wie sie zu einer proaktiveren Haltung in Corporate Governance-Fragen bewegt werden könnten. Zudem sind in unterschiedlichen Aktionärsstrukturen andere Fragen, wie z. B. der Schutz von Minderheitsinteressen zu klären.

- Die Art und Weise der Anwendung des Grundsatzes „Mittragen oder Begründen" ('comply or explain'), der die Basis des EU-Corporate Governance-Rahmens ist: Aus einer jüngst veröffentlichten Studie[11] ging hervor, dass die Informationsqualität der Erläuterungen, die von Unternehmen veröffentlicht werden, die von der Empfehlung im Corporate Governance-Kodex abweichen, in den meisten Fällen nicht zufriedenstellend ist, und dass viele Mitgliedstaaten die Anwendung der Kodizes nicht ausreichend überwachen. Deshalb sollte überlegt werden, wie diese Situation verbessert werden kann.

Vorab gilt es, zwei Fragen zu klären.

Erstens finden die europäischen Vorschriften für die Corporate Governance auf börsennotierte Unternehmen Anwendung (d. h. Unternehmen, die Aktien zum Handel auf einem geregelten Markt ausgeben). In der Regel unterscheiden sie nicht zwischen Unternehmensgröße[12] oder –typ. Einige Mitgliedstaaten verfügen indes über speziell auf kleine und mittlere börsennotierte Unternehmen[13], bei denen beispielsweise der Mehrheitsaktionär auch der Geschäftsführer sein kann, zugeschnittene Corporate Governance-Kodizes. Diese Kodizes enthalten Empfehlungen, die der Unternehmensgröße und -struktur Rechnung tragen und folglich für kleine Unternehmen leichter umzusetzen sind. In anderen Mitgliedstaaten enthalten Kodizes, die für alle börsennotierten Unternehmen gelten, bestimmte Vorschriften für kleinere Gesellschaften[14]. Die Frage ist also, ob sich die EU für einen differenzierten Ansatz entscheiden und wie die mögliche Schwierigkeit der Anwendung bestimmter Corporate Governance-Praktiken auf ein breites Spektrum von Unternehmenstypen und -größen[15] am Besten berücksichtigt werden sollten.

Zweitens kann eine gute Corporate Governance auch für Aktionäre nicht börsennotierter Unternehmen von Bedeutung sein. Während bestimmte Corporate Governance-Fragen bereits durch Vorschriften des Gesellschaftsrechts für private Unternehmen abgedeckt sind, sind viele Bereiche nicht erfasst. Folglich könnte es von Interesse sein, die Ausarbeitung von Corporate Governance-Leitlinien für nicht börsennotierte Unternehmen voranzutreiben: Eine

---

[11] Studie über die Praktiken bei der Überwachung und rechtlichen Durchsetzung der Corporate Governance in den Mitgliedstaaten, abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

[12] Allerdings gibt es Ausnahmen. So gestattet z. B. Artikel 41 Absatz 1 Unterabsatz 2 der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2006 über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen, zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 84/253/EWG des Rates, ABl. L 157 vom 9. 6. 2006, S. 87, den Mitgliedstaaten, KMU, die börsennotierte Unternehmen sind, zu erlauben, keinen gesonderten Prüfungsausschuss einzusetzen.

[13] Siehe z. B. *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, Dezember 2009, Middlenext, abrufbar unter: http://www.middlenext.com/.

[14] Siehe z. B. den *UK Corporate Governance Code,* abrufbar unter: http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm.

[15] Die Logik der Reduzierung der Verwaltungslast für kleine und mittlere Unternehmen ist auch Gegenstand der derzeitigen Überprüfung der Rechnungslegungsrichtlinien (Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates), auch wenn sie wohl eher die nicht börsennotierten Unternehmen betreffen dürfte, sowie des Grünbuchs über die Abschlussprüfung (KOM(2010) 561 endgültig), abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_de.pdf.

angemessene und effiziente Governance ist auch für nicht börsennotierte Unternehmen wertvoll, insbesondere wenn man die wirtschaftliche Bedeutung bestimmter sehr großer nicht börsennotierter Unternehmen berücksichtigt. Ein zu großer Druck auf börsennotierte Unternehmen könnte eine Börsennotierung überdies weniger attraktiv machen. Allerdings lassen sich für börsennotierte Unternehmen konzipierte Grundsätze nicht einfach auf nicht börsennotierte Unternehmen übertragen, da ihre Herausforderungen sehr unterschiedlich sind. Auf europäischer[16] bzw. nationaler Ebene[17] wurden bereits einige freiwillige Kodizes erstellt und auch einige Berufsverbände haben bereits Initiativen ergriffen. Folglich muss die Frage geklärt werden, ob es auf EU-Ebene Corporate Governance-Maßnahmen für nicht börsennotierte Unternehmen bedarf.

Fragen:

(1) Sollten die EU-Corporate Governance-Maßnahmen die Größe börsennotierter Gesellschaften berücksichtigen? Wenn ja, wie? Sollte für kleine und mittlere börsennotierte Unternehmen eine unterschiedliche und zweckmäßige Lösung gefunden werden? Wenn ja, gibt es geeignete Definitionen oder Schwellenwerte? Wenn ja, schlagen Sie bitte bei der Beantwortung der nachstehenden Fragen Möglichkeiten für ihre eventuelle Anpassung an KMU vor.

(2) Sollten Corporate Governance-Maßnahmen auf EU-Ebene für nicht börsennotierte Unternehmen ergriffen werden? Sollte sich die EU auf die Förderung der Entwicklung und Anwendung freiwilliger Kodizes für nicht börsennotierte Unternehmen konzentrieren?

## 1. VERWALTUNGSRAT

Mit dem Begriff „Verwaltungsrat“ wird in diesem Grünbuch im Wesentlichen die Aufsichtsfunktion der Geschäftsleitung bezeichnet, die in einer dualen Struktur in der Regel dem Aufsichtsrat obliegt[18]. Der Begriff „nicht geschäftsführendes Verwaltungsratmitglied“ bezeichnet Mitglieder des Aufsichtsrats in einem dualen System.

Verwaltungsräten kommt beim Aufbau verantwortungsvoller Unternehmen eine ausschlaggebende Rolle zu. In vielen Fällen scheint sich die Rolle, die der Vorsitzende wahrnimmt, erheblich auf die Funktionsweise und den Erfolg des Verwaltungsrats auszuwirken. Angesichts dieser Feststellung könnte es nützlich sein, die Position und die Zuständigkeiten des Verwaltungsratsvorsitzenden genauer zu definieren.

---

16 *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, European Confederation of Directors' Associations (EcoDa), abrufbar unter: http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf.

17 Siehe z. B. in Belgien den *Buysse Code — Corporate governance recommendations for non-listed enterprises* (http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse_EN.pdf); in Finnland die Initiative der Zentralen Handelskammern *Improving corporate governance of unlisted companies* (http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972); im Vereinigten Königreich, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK,* Institute of Directors (http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf) .

18 Dieses Grünbuch hat keinen Einfluss auf die Rollen, die den verschiedenen Unternehmensorganen und der Beteiligung von Arbeitnehmern in Aufsichtsorganen nach nationalem Recht zukommen.

Frage:

(3) Sollte die EU versuchen, eine klare Trennung der Aufgaben und Zuständigkeiten des Verwaltungsratsvorsitzenden und des „Chief Executive Officer/CEO“ zu gewährleisten?

Auf weitere Themen, die einer näheren Prüfung bedürfen, um Verwaltungsräte in die Lage zu versetzen, effiziente Managemententscheidungen zu treffen, wird nachfolgend eingegangen.

## 1.1 Zusammensetzung des Verwaltungsrats

Die Zusammensetzung des Verwaltungsrats muss der Geschäftstätigkeit des Unternehmens angepasst sein. Nicht geschäftsführende Verwaltungsratmitglieder sollten auf der Grundlage eines breiten Spektrums an Kriterien ausgewählt werden, d. h. nach ihrem Verdienst, den Berufsqualifikationen und Erfahrungen, den persönlichen Qualitäten des Kandidaten, seiner Unabhängigkeit und Vielfalt[19].

Die Vielfalt in den Profilen der Mitglieder und ihres Werdegangs ermöglicht es dem Verwaltungsrat, eine Reihe von Wertvorstellungen, Ansichten und Kompetenzen zusammenzutragen[20]. Dadurch können die Ressourcen und der Sachverstand ausgeweitet werden. Unterschiedliche Erfahrungen mit Führungsqualitäten, nationalen oder regionalen Hintergründen bzw. geschlechterspezifische Erfahrungen können wirksam zum 'Gruppendenken' beitragen und neue Ideen auf den Plan rufen. Unterschiede führen zu einer breiteren Diskussion, einer besseren Überwachung und größeren Herausforderungen auf der Verwaltungsratsebene. Potenziell bewirkt dies bessere Entscheidungen, die allerdings unter Umständen mehr Zeit in Anspruch nehmen können. Deshalb sind Engagement und Unterstützung des Verwaltungsratsvorsitzenden unerlässlich.

### *1.1.1 Berufliche Vielfalt*

Ein breites Spektrum an Sachverstand scheint der Schlüssel zu einer wirksamen Arbeit des Verwaltungsrats zu sein. So bedarf es unterschiedlicher beruflicher Profile, um zu gewährleisten, dass der Verwaltungsrat als Ganzes beispielsweise die Komplexität der globalen Märkte, die Finanzziele des Unternehmens und die Auswirkungen der Geschäftstätigkeit auf die verschiedenen Interessengruppen, einschließlich der Beschäftigten, versteht. Die von der Kommission befragten Unternehmen erkannten die Bedeutung der Festlegung zusätzlicher Profile bei der Auswahl von Verwaltungsratmitgliedern an. Allerdings ist dies noch nicht allgemeine Praxis. So haben beispielsweise 48 % der europäischen Verwaltungsräte kein Mitglied mit Vertriebs- oder Marketingprofil und 37 % der Audit-Ausschüsse keinen Finanzvorstand ('Chief Financial Officer'/CFO) oder ehemaligen CFO[21].

Eine korrekte Bewertung der Fähigkeiten und des Sachverstands ist wohl der wichtigste Aspekt bei der Auswahl neuer nicht geschäftsführender Verwaltungsratmitglieder. Deshalb könnte eine Personalpolitik, die die genauen der vom Verwaltungsrat benötigten Fähigkeiten

---

19 An dieser Stelle sei darauf verwiesen, dass einige Mitgliedstaaten Regelungen für die Beteiligung von Arbeitnehmern in den Verwaltungsräten vorsehen.

20 ‘Enhancing stakeholder diversity in the Board room’, Reihe ‘The Erfurt meetings’ Nr. 1, März 2008, Herausgeber der 'European Citizens’ Seminare e.V. (Erfurt, Deutschland).

21 Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 — Boards in turbulent times,* Analyse einer Auswahl aus 371 Topunternehmen in 13 Ländern auf der Grundlage der Referenzbörse.

ermittelt, dazu beitragen, seine Fähigkeit zur Überwachung des Unternehmens wirksam zu erhöhen.

### *1.1.2 Internationale Diversität*

Bei einer Stichprobe großer börsennotierter Unternehmen waren durchschnittlich 29 % der Verwaltungsratmitglieder Nicht-Staatsangehörige[22]. Allerdings bestanden zwischen den europäischen Ländern erhebliche Unterschiede. Während die Niederlande eine Spitzenstellung mit 54 % einnahmen, waren in Deutschland lediglich 8 % der Verwaltungsratmitglieder Nicht-Staatsangehörige. Noch heute hat ein von vier großen börsennotierten Unternehmen kein ausländisches Mitglied in seinem Verwaltungsrat.

Einige Unternehmen unterstrichen die Bedeutung ausländischer Verwaltungsratmitglieder für internationale Unternehmen, wohingegen andere die Schwierigkeiten betonten, die sich aus unterschiedlichen kulturellen Hintergründen und Sprachen ergeben. Bei Unternehmen mit ausländischen Verwaltungsratmitgliedern besteht eine Übereinstimmung zwischen ihrer regionalen Präsenz und ihren internationalen Verwaltungsratmitgliedern. Eine Kenntnis der regionalen Märkte wird oftmals als ein Schlüsselfaktor für die Wahl ausländischer Kandidaten in den Verwaltungsrat genannt.

### *1.1.3 Geschlechterspezifische Diversität*

Die Frage der geschlechterspezifischen Diversität bei der Fassung wirtschaftlicher Beschlüsse wird von der Kommission eingehend in ihrer "Strategie für die Gleichstellung von Frauen und Männern 2010-2015" vom September 2010[23] behandelt sowie im Follow-up zu dieser Strategie[24]. Den Erkenntnissen der Kommission zufolge macht der Frauenanteil in den (Aufsichts- bzw.) Verwaltungsräten börsennotierter Unternehmen in der EU durchschnittlich 12 % aus[25]. Es gibt Nachweise dafür, dass der Anstieg der Universitätsabschlüsse bei den Frauen diesbezüglich nicht viel verändert hat[26]. Folglich haben eine Reihe von Mitgliedstaaten Maßnahmen ergriffen, um das Gleichgewicht der Geschlechter in Verwaltungsräten sicherzustellen bzw. arbeiten daran[27]. Darüber hinaus verwiesen mehrere der befragten Unternehmen darauf, dass diese Vorgaben es ihnen ermöglicht haben, das Auswahlverfahren professioneller zu gestalten.

Die geschlechterspezifische Diversität kann einen Beitrag zur Bekämpfung von Standarddenkmustern leisten. Auch gibt es Nachweise dafür, dass Frauen unterschiedliche Führungsstile haben[28], an mehr Verwaltungsratsitzungen teilnehmen[29] und eine positive

---

22 Siehe Heidrick & Struggles.

23 Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen "Strategie für die Gleichstellung von Frauen und Männern 2010-2015", KOM(2010) 491 endgültig.

24 Siehe Einzelheiten im Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen "The Gender Balance in Business Leadership", SEK(2011) 246 endgültig.

25 Europäische Kommission, Datenbank: Frauen und Männer in Entscheidungspositionen. http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en.

26 *Women matter*, McKinsey & Company 2007, 2010.

27 Siehe das zuvor genannte Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen.

28 *Women matter,* McKinsey & Company 2008.

29 Adams and Ferreira 'Women in the boardroom and their impact on governance and performance', in *Journal of Financial Economics* 94 (2009).

Auswirkung auf die kollektive Gruppenintelligenz zeitigen[30]. Aus Studien geht zudem hervor, dass zwischen dem Prozentsatz von Frauen in Verwaltungsräten und der Leistung des Unternehmens [31] eine positive Korrelation besteht, obwohl vielen Studien zufolge der globale Effekt von Frauen auf die Unternehmensleistung noch nuancierter ist[32]. Auch wenn diese Studien keine Kausalität nachweisen, zeigt die Korrelation doch, dass ein geschlechterspezifisches Gleichgewicht in der Unternehmensführung und bei der Beschlussfassung des Unternehmens geschäftlich von großer Bedeutung ist. Gleichwohl hat die Förderung der Präsenz von Frauen in Verwaltungsräten zweifelsohne einen positiven Effekt: So wird der Talentpool für die oberste Ebene der Unternehmensführung und die Kontrollfunktionen ausgebaut. Aus diesem Grunde wird in der "Strategie für die Gleichstellung von Frauen und Männern" betont, dass die Kommission in den nächsten fünf Jahren" gezielte Initiativen zur Verbesserung des Gleichgewichts der Geschlechter bei der Fassung von Beschlüssen ins Auge fassen wird".

Die Einführung von Maßnahmen wie Quoten oder Zielen zur Gewährleistung des geschlechterspezifischen Gleichgewichts in Verwaltungsräten reicht jedoch nicht aus, wenn Unternehmen nicht auf Diversitätsstrategien setzen, die zur Vereinbarkeit von Arbeits- und Privatleben für Frauen und Männer beitragen, und insbesondere das Betreuungswesen, die Kontakt- und Beziehungspflege sowie eine angemessene Ausbildung für Führungspositionen fördern, die für Frauen wichtig sind, wenn ihre Karriere einen Verlauf nehmen soll, der sie für Verwaltungsratspositionen qualifiziert. Auch wenn es den Unternehmen obliegen sollte, darüber zu entscheiden, ob sie eine solche Diversitätspolitik einführen, sollten die Verwaltungsräte zumindest gehalten sein, diese Frage zu erwägen und die diesbezüglich gefassten Beschlüsse offenzulegen. Die Kommission wird diese Fragen im Zusammenhang mit dem Follow-up zur "Strategie für die Gleichstellung von Frauen und Männern 2010-2015" vom September 2010 und zu diesem Grünbuch behandeln.

Fragen:

(4) Sollen im Rahmen der Personalpolitik das Profil der Verwaltungsratsmitglieder und des Verwaltungsratsvorsitzenden genau definiert und ausreichende Befähigungen der Verwaltungsratsmitglieder sowie Vielfalt bei der Zusammensetzung des Verwaltungsrats gewährleistet werden? Wenn ja, wie könnte dies am Besten geschehen und auf welcher Governance-Ebene, d. h.auf nationaler, auf EU- oder auf internationaler Ebene?

(5) Sollten börsennotierte Unternehmen zur Veröffentlichung einer eventuell vorhandenen Diversitätsstrategie angehalten werden und wenn ja, sollten sie dann ihre Ziele und ihren wesentlichen Inhalt beschreiben sowie regelmäßige Fortschrittsberichte offenlegen?

(6) Sollten börsennotierte Unternehmen gehalten sein, für ein besseres Gleichgewicht in den Verwaltungsräten zu sorgen, und wenn ja, wie?

---

30 Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi and Malone, ‘Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups’, Sciencexpress, 30. September 2010.

31 *Women matter,* McKinsey & Company 2007. *Female Leadership and Firm Profitability*, Finnish Business and Policy Forum — EVA 2007; *The Bottom Line*: *Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, Catalyst 2004.

32 Siehe Adams und Ferreira.

### 1.2 Verfügbarkeit und zeitliches Engagement

Die Rolle der nicht geschäftsführenden Verwaltungsratmitglieder ist komplexer und bedeutender geworden. Dies spiegelt sich in einer Reihe nationaler Corporate Governance-Kodizes und sogar in Rechtsvorschriften wider. Die Mitgliedstaaten haben versucht, den Grundsatz festzuschreiben, dass nicht geschäftsführende Verwaltungsratmitglieder ausreichend Zeit auf ihre Pflichten verwenden sollten. Einige Mitgliedstaaten sind noch weiter gegangen und haben eine Empfehlung für die Zahl von Verwaltungsratmandaten, die ein Verwaltungsratmitglied inne haben kann, abgegeben oder diese begrenzt.

Eine Begrenzung der Zahl der Mandate könnte eine einfache Lösung sein, um sicherzustellen, dass nicht geschäftsführende Verwaltungsratmitglieder hinreichend Zeit auf die Kontrolle und Beaufsichtigung ihrer einzelnen Unternehmen verwenden können. Eventuelle Mandatsbegrenzungen müssten allerdings auf die jeweilige Situation der nicht geschäftsführenden Verwaltungsratmitglieder und des jeweiligen Unternehmens abgestimmt sein. Dabei sollte berücksichtigt werden, ob die Mandate in Unternehmen, die keiner Gruppe angehören oder nicht kontrolliert[33] werden, gehalten werden, ob die besagte Person auch Geschäftsführungspositionen innehat, ob es sich um ein gewöhnliches nicht geschäftsführendes Mandat oder um einen Vorsitz handelt und ob weitere Positionen in Aufsichtsgremien von Unternehmen gehalten werden, deren Anforderungen denen von börsennotierten Unternehmen entsprechen.

Frage:

(7) Sollte Ihrer Auffassung nach auf EU-Ebene eine Maßnahme bestehen, die die Zahl der Mandate eines nicht geschäftsführenden Verwaltungsratmitglieds begrenzt? Wenn ja, wie sollte sie formuliert sein?

### 1.3 Beurteilung des Verwaltungsrats

In der Empfehlung der Kommission von 2005 zu den Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern/börsennotierter Gesellschaften[34] wurde festgestellt, dass der Verwaltungs-/Aufsichtsrat jedes Jahr eine Selbstbeurteilung vornehmen sollte. Diese Beurteilung sollte sich auf seine Zusammensetzung sowie seine Organisation und Arbeitsweise als Gruppe erstrecken. Bewertet werden sollten auch Kompetenz und Leistung seiner einzelnen Mitglieder sowie seiner Ausschüsse. Ferner sollte die Gesamtleistung im Vergleich zu den Leistungsvorgaben beurteilt werden.

Der regelmäßige Rückgriff auf einen externen 'Facilitator' (z. B. jedes dritte Jahr) könnte die Beurteilungen des Verwaltungsrats verbessern, indem ein objektiver Standpunkt

---

33 'Kontrolliertes Unternehmen' im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe f der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG. Siehe auch Verhältnis Muttergesellschaft-Tochtergesellschaft im Sinne von Artikel 1 der Richtlinie 83/349/EWG über den konsolidierten Abschluss.

34 Empfehlung 2005/162/EG der Kommission vom 15. Februar 2005 zu den Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern/börsennotierter Gesellschaften sowie zu den Ausschüssen des Verwaltungs-/Aufsichtsrats.

eingenommen wird und bewährte Praktiken anderer Unternehmen geteilt werden[35]. Auf einigen inländischen Märkten scheint es jedoch nur eine begrenzte Zahl entsprechender Dienstleister zu geben. Eine größere Nachfrage dürfte jedoch zu einem besseren Angebot führen.

Den Erfahrungen der Kommission zufolge ist es insbesondere in Krisenzeiten oder bei einer nicht mehr vorhandenen Kommunikation zwischen den Verwaltungsratmitgliedern von besonderer Bedeutung, dass ein externer Vermittler einen echten Mehrwert für die Beurteilung schafft. Die Haltung des Vorsitzenden in Bezug auf die Beurteilung scheint für deren Erfolg ausschlaggebend zu sein.

Über die in der Kommissionsempfehlung genannten Punkte hinaus sollte die Überprüfung auch die Qualität und fristgerechte Verfügbarkeit der vom Verwaltungsrat erhaltenen Informationen, die Antwort der Unternehmensführung auf Anfragen zur Klärung von Problemen und die Rolle des Vorsitzenden umfassen[36]. Zur Förderung einer offenen Haltung sollte ein gewisser Grad an Vertraulichkeit gewahrt werden. So sollte sich jede veröffentlichte Erklärung zur Beurteilung darauf beschränken, den Überprüfungsprozess zu erläutern.

Fragen:

| | |
|---|---|
| (8) | Sollten börsennotierte Unternehmen dazu angehalten werden, regelmäßig eine externe Beurteilung durchzuführen (z. B. alle drei Jahre)? Wenn ja, wie sollte dies geschehen? |

### 1.4 Vergütung von Verwaltungsratsmitgliedern

Von ihrem Wesen her konzentriert sich die Corporate Governance vor allem auf Fragen, die die Trennung von Kapitalbesitz und –kontrolle betreffen, insbesondere aber die damit verbundene 'Principal-Agent'-Problematik zwischen Aktionären und geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern. Die Vergütung von Verwaltungsratsmitgliedern wurde weitgehend als ein Mittel zur Anpassung der Interessen von Aktionären und geschäftsführenden Verwaltungsratmitgliedern genutzt, um so die Vertretungskosten zu senken. In den letzten Jahren wurde immer mehr zu einer variablen Vergütung übergegangen, die in der Regel an Leistungen und Verantwortung gebunden ist. Allerdings wurde auch ein Missverhältnis zwischen Leistungen und der Vergütung von geschäftsführenden Verwaltungsratsmitgliedern immer deutlicher. Schlechte Vergütungspolitiken und/ oder Anreizstrukturen können eine ungerechtfertigte Verlagerung von Werten der Unternehmen und ihren Aktionären sowie anderen Akteure auf die Geschäftsführung zur Folge haben. Darüber hinaus kann eine Konzentration auf kurzfristige Leistungskriterien einen negativen Einfluss auf die langfristige Nachhaltigkeit des Unternehmens zeitigen.

Die Kommission hat zur Problematik der Vergütung der Unternehmensführung drei Empfehlungen[37] ausgearbeitet. Die Hauptempfehlungen betreffen die Offenlegung der Vergütungspolitik, die Vergütung der einzelnen geschäftsführenden und nicht geschäftsführenden Direktoren, die Abstimmung der Aktionäre über die Vergütungserklärung, einen unabhängig funktionierenden Vergütungsausschuss und angemessene Initiativen zur Förderung von Leistung und langfristiger Wertschaffung durch

[35] OECD, *'Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles'*, 24. Februar 2010, S. 20.
[36] Siehe Higgs, D. *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, Januar 2003.
[37] Empfehlungen der Kommission 2004/913/EG, 2005/162/EG und K(2009) 3177.

börsennotierte Unternehmen. Aus Berichten der Kommission[38] geht hervor, dass eine Reihe von Mitgliedstaaten diese Fragen nicht angemessen gelöst haben. Auf der anderen Seite scheint in den Mitgliedstaaten der Trend zu bestehen, Rechtsvorschriften zur Offenlegung der Vergütungspolitik und zur Abstimmung der Aktionäre über die Vergütungserklärung zu erlassen. 2009 empfahl das Europäische Corporate-Governance-Forum, die Offenlegung der Vergütungspolitik und der einzelnen Vergütungen für alle börsennotierten Unternehmen[39] verbindlich vorzuschreiben. Zudem empfahl es eine Abstimmung der Aktionäre über die Vergütungspolitik, die verbindlichen oder beratenden Charakter haben sollte, und mehr Unabhängigkeit für nicht geschäftsführende Verwaltungsratmitglieder, die an der Festlegung der Vergütungspolitik beteiligt sind. Darüber hinaus führte die Kommission eine Konsultation zu diesem Thema im Rahmen des Grünbuchs „Corporate Governance in Finanzinstituten“[40] durch. Ziel der Konsultation in diesem Grünbuch war es, ein Feedback zu den nachstehenden detaillierteren Fragen zu erhalten.

Fragen:

(9) Sollte die Offenlegung der Vergütungspolitik, des Jahresvergütungsberichts (ein Bericht über die Art und Weise der Umsetzung der Vergütungspolitik im Vorjahr) und der Einzelvergütung der geschäftsführenden und nicht geschäftsführenden Mitglieder der Unternehmensleitung obligatorisch werden?

(10) Sollte eine Abstimmung der Aktionäre über die Vergütungspolitik und den Vergütungsbericht obligatorisch werden?

### 1.5 Risikomanagement

Unabhängig von ihrem jeweiligen Tätigkeitsbereich sind alle Unternehmen mit zahlreichen externen oder internen Risiken konfrontiert. Je nach ihren spezifischen Merkmalen (Tätigkeitsbereich, Größe, internationale Risikoexponierung, Komplexität) sollten sie eine zweckmäßige Risikokultur und Vorkehrungen zur wirksamen Handhabung der Risiken vorsehen. Einige Unternehmen können Risiken ausgesetzt sein, die die Gesellschaft als Ganze erheblich beeinträchtigen: Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel[41], Umweltrisiken (z. B. die zahlreichen dramatischen Erdölunfälle der letzten Jahrzehnte), Risiken für Gesundheit, Sicherheit, Menschenrechte usw. Andere Unternehmen wiederum betreiben riskante Infrastrukturen, deren Ausfall oder Zerstörung wesentliche grenzübergreifende Wirkungen zeitigen könnten[42]. Allerdings unterliegen Tätigkeiten, die potenziell derartige Risiken erzeugen könnten, sektorspezifischen Rechtsvorschriften und

[38] Kommissionsberichte SEK(2007) 1022 und 2010/285/EG.

[39] Erklärung des Europäischen Corporate-Governance-Forums vom 23. März 2009.

[40] Siehe Frage 7.1. In den Antworten auf diese Konsultation wurde in der Regel die Auffassung vertreten, dass Anreize für Verwaltungsratsmitglieder angemessen strukturiert sein müssen, um eine langfristige und nachhaltige Unternehmensleistung zu fördern. Die Mehrheit sprach sich jedoch gegen legislative Maßnahmen für die Vergütungsstruktur börsennotierter Unternehmen aus. Nichtsdestoweniger wurde in einigen Antworten darauf hingewiesen, dass mehr Transparenz bei den Vergütungspolitiken für die Geschäftsführung börsennotierter Unternehmen und bei der Abstimmung durch die Aktionäre begrüßt würde.

[41] Z. B. Widerstandsfähigkeit der Investitionen von Unternehmen in Bezug auf den Klimawandel, finanzielle oder andere Auswirkungen der Regulierung auf CO2-Emissionen.

[42] Die EU-Website für den ‘Schutz kritischer Infrastrukturen’ ist abrufbar unter: http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_de.htm.

werden von verschiedenen Behörden überwacht. Wenn man also alle unterschiedlichen Situationen mitberücksichtigt, scheint es nicht möglich zu sein, ein 'Pauschalrisikomodell' für alle Unternehmensformen vorzuschlagen. Allerdings ist es von ausschlaggebender Bedeutung, dass der Verwaltungsrat eine angemessene Beaufsichtigung der Risikomanagementprozesse gewährleistet.

Um wirksam und konsistent zu sein, muss jegliche Risikopolitik klar 'von oben herab' definiert werden, d. h. sie muss vom Verwaltungsrat für die gesamte Organisation festgelegt werden. Allgemein ist anerkannt[43], dass der Verwaltungsrat die Hauptverantwortung für die Definition des Risikoprofils einer bestimmten Organisation im Sinne der jeweils verfolgten Strategie trägt sowie für eine angemessene Überwachung , mit der ein wirksames Funktionieren in der Praxis sichergestellt werden soll.

Einige Aspekte können sich jedoch aufgrund der vorhandenen Rechtsrahmen unterscheiden, wie z. B. aufgrund der dualistischen oder monistischen Verwaltungsratstruktur. Auf jeden Fall ist es unerlässlich, die Rollen und Zuständigkeiten sämtlicher am Risikomanagementprozess beteiligter Parteien klar zu definieren, d. h. des Verwaltungsrats, der geschäftsführenden Unternehmensleitung und aller Personalmitglieder, die in der Risikofunktion arbeiten. Die Aufgabenbeschreibungen müssen intern und extern bekannt sein.

Fragen:

(11) Stimmen Sie damit überein, dass der Verwaltungsrat den 'Risikoappetit' des Unternehmens billigen und dafür verantwortlich sein sowie ihn den Aktionären verständlich machen sollte? Sollten diese Offenlegungsanforderungen auch relevante wichtige Gesellschaftsrisiken umfassen?

(12) Sollte der Verwaltungsrat Ihrer Meinung nach gewährleisten, dass die Vorkehrungen im Zusammenhang mit dem Risikomanagement des Unternehmens wirksam und seinem Risikoprofil angemessen sein sollten?

## 2. AKTIONÄRE

Auf die Rolle der Aktionäre bei der Corporate Governance wurde im zuvor genannten Grünbuch „Corporate Governance in Finanzinstituten“ vom Juni 2010 eingegangen.

In diesem Grünbuch wurde festgestellt, dass Aktionäre in vielen Fällen das Eingehen der Risiken im Hinblick auf die erwarteten Gewinne für gerechtfertigt hielten und so indirekt diese übermäßigen Risiken unterstützten, vor allem durch hohe Leverage-Positionen. Der Grund dafür liegt darin, dass die Aktionäre voll von den Vorteilen einer solchen Strategie profitieren würden, während Verluste nur dann einzustecken sind, wenn das Eigenkapital nichts mehr wert ist. Danach müssten weitere Verluste von den Gläubigern getragen werden ("beschränkte Haftung" der Aktionäre).

Das Verhalten der Aktionäre von Finanzinstituten im Hinblick auf das Eingehen übermäßiger Risiken könnte als ein besonderer Fall angesehen werden, denn ihre Geschäfte sind komplex und nur schwer verständlich. Die bei der Ausarbeitung dieses Grünbuchs gemachten Erfahrungen lassen gleichwohl darauf schließen, dass die Erkenntnisse des Grünbuchs von

[43] Aus Kommissionsinterviews.

2010 hinsichtlich des mangelnden Engagements der Aktionäre und die Gründe dafür weitgehend auch das Verhalten der Aktionäre von börsennotierten Gesellschaften bestimmt haben, die sich im Streubesitz befinden. Bei Unternehmen mit einem beherrschenden Aktionär oder einem Mehrheitsaktionär dagegen scheint die Hauptherausforderung darin zu bestehen, dass die (wirtschaftlichen) Rechte von Minderheitsaktionären angemessen geschützt werden. Darüber hinaus könnten Minderheitsaktionäre, die sich an Unternehmen beteiligen wollen, auch mit den im Folgenden genannten Schwierigkeiten konfrontiert werden.

### 2.1 Mangelndes Engagement der Aktionäre

Unter Engagement der Aktionäre versteht man in der Regel eine aktive Überwachung des Unternehmens, einen Dialog mit dem Verwaltungsrat des Unternehmens und die Ausübung der Aktionärsrechte, einschließlich der Stimmrechte, sowie gegebenenfalls die Zusammenarbeit mit anderen Aktionären, um die Governance des Unternehmens, an dem Anteile gehalten werden, im Interesse der Schaffung langfristiger Werte zu verbessern. Auch wenn das Engagement kurzfristig denkender Anleger eine positive Wirkung zeitigen kann[44], versteht man unter dem Begriff Engagement in der Regel eine Tätigkeit, die die Renditen für die Aktionäre langfristig steigert[45]. Deshalb vertritt die Kommission die Auffassung, dass vor allem langfristig denkende Anleger[46] ein Interesse an einem Engagement im Unternehmen haben.

Auf einige Gründe für ein mangelndes Engagement von Aktionären wurde im Grünbuch von 2010 eingegangen und sie sollen hier nicht erneut erörtert werden. Einige Ursachen, wie die Kosten des Engagements, die schwierige Bewertung der daraus herrührenden Rendite und die Unsicherheit des Ergebnisses, einschließlich das Verhalten einiger Trittbrettfahrer, scheinen die meisten institutionellen Anleger[47] zu beeinflussen. Im Grünbuch von 2010 warf die Kommission auch die Frage auf, ob institutionelle Anleger, einschließlich der Eigentümer und Verwalter von Vermögenswerten, gehalten sein sollten, ihre Stimmrechtspolitik und die entsprechenden Aufzeichnungen zu veröffentlichen. In den meisten Antworten wurde eine solche Option befürwortet. Der Auffassung dieser Konsultationsteilnehmer zufolge würde eine Offenlegung das Bewusstsein der Anleger verbessern, die Anlageentscheidungen der Endanleger optimieren, den Dialog der Emittenten mit den Anlegern erleichtern und die Einbeziehung der Aktionäre fördern. Eine von der Kommission derzeit in Betracht gezogene Option besteht folglich in der Schaffung eines Transparenzrahmens für die Stimmrechtspolitiken und eine Offenlegung allgemeiner Informationen über ihre Umsetzung unter Wahrung der Gleichbehandlung der Aktionäre.

### 2.2 Kurzfristiges Denken auf den Kapitalmärkten

Die wichtigsten Entwicklungen auf den Kapitalmärkten in den letzten Jahrzehnten, einschließlich innovativer Produkte und technischer Umstellungen, konzentrierten sich im Wesentlichen auf die Handelsfunktion der Kapitalmärkte und erleichterten einen schnelleren

---

44 So kann z. B. das Engagement von typischerweise auf kurzfristige Gewinne fixierten institutionellen Anlegern, wie die 'aktivistischen' Hedgefonds, von Vorteil sein, weil es die Governance als Katalysator verändern und das Bewusstsein unter den anderen Aktionären steigern kann.

45 Siehe den UK Stewardship Code.

46 Anleger mit langfristigen Verpflichtungen gegenüber ihren Begünstigten, wie z. B. Pensionsfonds, Lebensversicherungsgesellschaften, staatliche Pensionsreservefonds sowie staatliche Investitionsfonds.

47 Für die Zwecke dieses Grünbuchs ist der Begriff 'institutioneller Anleger' im weiten Sinne zu verstehen, d. h. als ein Institut, das professionelle Anlagen (auch) im Namen von Kunden und Begünstigten tätigt.

und wirksameren Handel. Innovationen wie Hochfrequenz- und automatisierter Handel scheinen zu mehr Liquidität geführt zu haben, haben aber auch zu einer Verkürzung der Haltedauer von Aktien beigetragen. Während der letzten beiden Jahrzehnte haben sich die Anlagehorizonte beträchtlich verkürzt. Das Umsatzvolumen auf den wichtigsten Aktienbörsen macht derzeit 150 % der aggregierten Marktkapitalisierung pro Jahr aus, was einer durchschnittlichen Aktienhaltedauer von acht Monaten entspricht.

Gleichzeitig hat sich die Anlagevermittlertätigkeit erhöht, was das Bevollmächtigtenverhältnis zwischen langfristigen Anlegern und ihren Vermögensverwaltern an Bedeutung gewinnen lässt. Es wurde dahingehend argumentiert, dass dieses Verhältnis in der Tat zum kurzfristigen Denken des Marktes beiträgt, was unter Umständen eine schlechte Preisbildung, ein Herdenverhalten, zunehmende Volatilität und mangelndes Eigentum von Anteilen an börsennotierten Unternehmen zur Folge haben könnte. Auf dieses Thema wird nachfolgend in Punkt 2.3 eingegangen.

Einige Anleger haben auch eine 'regulatorische Verzerrung' zugunsten des kurzfristigen Denkens beklagt, die langfristige Anleger vor allem an der Entwicklung längerfristiger Anlagestrategien hindert. Bei den Vorabkonsultationen der Kommission mit den Akteuren wurde darauf hingewiesen, dass die Rechnungslegungsregeln für die Solvabilität und Pensionsfonds, die mehr Transparenz und eine effizientere Marktbewertung fördern sollten, unerwartete Folgen gezeitigt haben.

Frage:

| | |
|---|---|
| (13) | Bitte nennen Sie uns alle etwaigen EU-Rechtsvorschriften, die Ihrer Meinung nach zum unangemessenen kurzfristigen Denken unter Anlegern beitragen, und unterbreiten Sie Vorschläge, wie diese Bestimmungen im Hinblick auf die Verhinderung eines solchen Verhaltens geändert werden könnten. |

### 2.3 Bevollmächtigtenverhältnis zwischen institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern

Der Kommission ist bewusst, dass sich nicht alle Anleger in Unternehmen einbringen müssen, in die investiert wird. Den Anlegern steht es frei, sich für ein kurzfristiges Anlagemodell ohne weiteres Engagement zu entscheiden.

Gleichwohl trägt das Bevollmächtigtenverhältnis zwischen institutionellen Anlegern (Eigentümern von Vermögenswerten) und den Vermögensverwaltern verstärkt zum kurzfristigen Denken auf den Kapitalmärkten und einer schlechten Preisbildung[48] bei. Dieses Problem ergibt sich vor allem aus der Inaktivität der auf langfristige Anlagen ausgerichteten Aktionäre.

#### *2.3.1 Kurzfristiges Denken und Vermögensverwaltungsverträge*

Die Art und Weise, wie die Leistung von Vermögensverwaltern bewertet wird, sowie die Anreizstruktur für Gebühren und Provisionen scheinen die Vermögensverwalter zur Suche nach kurzfristigen Gewinnen zu bewegen. Es gibt Nachweise dafür (die sich in Gesprächen der Kommission mit institutionellen Anlegern bestätigt haben), dass viele

[48] Paul Woolley, 'Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy', in *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

Vermögensverwalter nach ihren kurzfristig erzielten relativen Leistungen ausgewählt, bewertet und vergütet werden. Die Leistungsbewertung auf einer relativen Basis, d. h. in dem Maße, wie die Vermögensverwalter einen bestimmten Marktindex übertreffen oder ihn unterschreiten, kann das Herdenverhalten und eine kurzfristige Sichtweise begünstigen, vor allem wenn sich die Leistungsmessung auf einen kurzen Zeitraum stützt. Nach Auffassung der Kommission können kurzfristige Anreize bei Vermögensverwaltungsverträgen erheblich zum kurzfristigen Denken von Vermögensverwaltern beitragen, was sich wiederum auf die Apathie der Aktionäre auswirken dürfte.

In vielen Kommentaren auf das Grünbuch vom Juni 2010[49] wurde eine größere Offenlegung der Anreizstrukturen für Vermögensverwalter begrüßt. Diesbezüglich stellt sich folglich die Frage, ob es weiterer Maßnahmen im Hinblick auf eine bessere Anpassung der Interessen von langfristig orientierten institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern bedarf (z. B. Ausarbeitung einer Reihe von Anlagegrundsätzen).

Frage:

(14) Sind Maßnahmen – und wenn ja, welche – im Hinblick auf die Anreizstrukturen für Vermögensverwalter, die die Portfolios von langfristig orientierten institutionellen Anlegern verwalten, und ihre Leistungsbewertung zu ergreifen?

*2.3.1 Mangelnde Transparenz bei der Wahrnehmung treuhänderischer Verpflichtungen*

Mehr Transparenz bei der Wahrnehmung treuhänderischer Verpflichtungen seitens der Vermögensverwalter, einschließlich ihrer Anlagestrategien, der Kosten des Portfolioumsatzes, der Frage, ob das Portfolioumsatzniveau der vereinbarten Strategie entspricht, der Kosten und Renditen des Engagements usw. könnte mehr Licht in die Frage bringen, ob die Vermögensverwaltertätigkeiten den langfristig orientierten institutionellen Anlegern und der langfristigen Wertschöpfung in deren Namen zuträglich sind oder nicht.

Darüber hinaus wären Informationen über das Niveau und den Umfang des Engagements in die Unternehmen, in die investiert wird, die der Eigentümer von Vermögenswerten vom Vermögensverwalter erwartet, sowie eine Berichterstattung seitens des Vermögensverwalters nützlich[50].

Mehr Transparenz in diesen Fragen würde den institutionellen Anlegern dabei helfen, ihre Bevollmächtigten besser zu überwachen, und folglich einen großen Einfluss auf den Anlageprozess ausüben. Aufgrund einer auf diese Weise verbesserten Kontrolle könnten sich langfristig orientierte Anleger für eine Neuaushandlung von Vermögensverwaltungsverträgen entscheiden, um Obergrenzen für den Portfolioumsatz einzuführen und ihre Vermögensverwalter zu einer aktiveren Aufsicht über die Unternehmen, in die investiert wird, aufzufordern[51].

---

49 Bei den Kommentatoren, die dies weitgehend begrüßten, handelte es sich vor allem um Anleger, Vermögensverwalter, die (Finanzdienstleistungs-) Branche und Fachleute der Branche.

50 Siehe auch Absatz 7.3.4 der öffentlichen Konsultation zur Überarbeitung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Mifid): http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_de.pdf

51 Am 31. Januar 2010 hat das ICGN Shareholder Responsibilities Committee einen Aufruf zur Vorlage von Beiträgen für Modellvertragsvereinbarungen zwischen Eigentümern von Vermögenswerten und

Frage:

| (15) | Sollten die EU-Rechtsvorschriften eine wirksamere Überwachung der Vermögensverwalter durch die institutionellen Anleger vorsehen, was Strategien, Kosten, den Handel und die Frage angeht, in welchem Maße sich Vermögensverwalter in Unternehmen, in die investiert werden wird, einbringen sollen? Wenn ja, wie? |
|---|---|

### 2.4 Sonstige mögliche Hindernisse für das Engagement institutioneller Anleger

#### *2.4.1 Interessenkonflikte*

Interessenkonflikte im Finanzsektor scheinen einer der Gründe für ein mangelndes Engagement der Aktionäre zu sein. Interessenkonflikte entstehen oftmals dann, wenn ein institutioneller Anleger oder Vermögensverwalter oder sein Mutterunternehmen ein Geschäftsinteresse an dem Unternehmen, in das investiert werden soll, hat. Dies ist z. B. bei Finanzgruppen der Fall, bei denen eine Zweigniederlassung einer Vermögensverwaltung nicht möchte, dass die aktive Ausübung ihrer Aktionärsrechte an einem Unternehmen, für das ihre Muttergesellschaft Dienstleistungen erbringt oder an dem sie eine Beteiligung hält, öffentlich bekannt wird.

Frage:

| (16) | Sollte in den EU-Vorschriften eine gewisse Unabhängigkeit vom Leitungsorgan der Vermögensverwalter, wie z. B. der Muttergesellschaft, festgeschrieben werden, oder sind andere (Legislativ-) Maßnahmen erforderlich, um die Offenlegung und die Handhabung von Interessenkonflikten zu verbessern? |
|---|---|

#### *2.4.2 Hindernisse für die Zusammenarbeit zwischen Aktionären*

Einzelne Anleger, vor allem aber jene mit diversifizierten Portfolios, engagieren sich unter Umständen nicht immer erfolgreich. Eine Zusammenarbeit zwischen den Aktionären könnte dazu beitragen, effizienter zu werden.

In vielen Antworten auf das Grünbuch von 2010 wurde vorgeschlagen, die bestehenden EU-Rechtsvorschriften für ein gemeinsames Handeln zu ändern, um die Zusammenarbeit zwischen den Aktionären erfolgreicher zu gestalten. Die Kommission räumt ein, dass klarere und einheitlichere Vorschriften auf diesem Gebiet diesbezüglich von Nutzen sein könnten. Zur Verbesserung der Zusammenarbeit zwischen den Aktionären wurden auch andere Vorschläge unterbreitet. So wurde u. a. die Einrichtung von Foren für die Zusammenarbeit zwischen Aktionären oder die Schaffung eines EU-Bevollmächtigungssystems vorgeschlagen, bei dem börsennotierte Unternehmen gehalten wären, auf ihrer Website eine spezifische Funktion einzurichten, über die die Aktionäre Informationen zu bestimmten Tagesordnungspunkten weiterleiten und Bevollmächtigungen anderer Aktionäre einholen könnten.

Einige Anleger haben auch darauf verwiesen, dass die grenzübergreifende Abstimmung nach wie vor problematisch ist und durch die EU-Rechtsvorschriften erleichtert werden sollte. Mit der Richtlinie über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten

ihren Fondsmanagern veröffentlicht: http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/.

Gesellschaften (2007/36/EG) hat sich diese Situation erheblich verbessert. Aufgrund der späten Umsetzung der Richtlinie durch viele Mitgliedstaaten wird die Wirkung für den einzelnen Endanleger aber erst jetzt wirklich spürbar. Darüber hinaus scheint die tatsächliche Übermittlung einschlägiger Informationen zwischen Emittent und Aktionär mittels der Kette - vor allem in grenzübergreifenden Fällen - problematisch zu sein. Die Kommission ist sich der Schwierigkeiten bewusst und wird dieses Thema im Rahmen ihrer Arbeiten zur Harmonisierung des Wertpapierrechts analysieren.

Frage:

| | |
|---|---|
| (17) | Wie könnte die Zusammenarbeit zwischen Aktionären in der EU am Besten erleichtert werden? |

### 2.5 Berater für die Stimmrechtsvertretung („Proxy advisors")

Institutionelle Anleger mit hoch diversifizierten Aktienportfolios sehen sich praktischen Schwierigkeiten gegenüber, wenn sie im Einzelnen zu bewerten haben, wie sie auf Hauptversammlungen von Unternehmen, in die investiert werden soll, zu den verschiedenen Tagesordnungspunkten abstimmen sollen. Deshalb greifen sie in hohem Maße auf die Dienste von Beratern für die Stimmrechtsvertretung zurück, die sie in Fragen der Abstimmung, der Stimmrechtsvertretung und von Corporate Governance-Ratings beraten. Folglich üben diese Berater einen erheblichen Einfluss auf die Abstimmung aus. Auch wurde darauf verwiesen, dass sich die institutionellen Anleger in wesentlich stärkerem Maße auf die Beratung verlassen, wenn es um Abstimmungen über an ausländischen Unternehmen und weniger wenn es um Abstimmungen über an inländischen Unternehmen gehaltene Anlagen geht. Deshalb dürfte der Einfluss von Beratern für die Stimmrechtsvertretung auf Märkten mit einem hohen Prozentsatz an internationalen Anlegern größer sein.

Der Einfluss dieser Berater wirft allerdings einige Bedenken auf. Bei der Ausarbeitung dieses Grünbuchs waren sich Anleger und Unternehmen, in die investiert werden soll, darin einig, dass die zuvor genannten Berater hinsichtlich der von ihnen bei der Ausarbeitung der Beratung zugrunde gelegten Methoden nicht hinreichende Transparenz walten lassen. Genauer noch wurde moniert, dass die analytische Methode unternehmensspezifische Merkmale und/ oder Eigenheiten der nationalen Rechtsprechung sowie bewährte Praktiken auf dem Gebiet der Corporate Governance nicht berücksichtigt. Als bedenklich wurde auch die Tatsache angesehen, dass diese Berater Interessenkonflikten ausgesetzt sind. Wenn Berater für die Stimmrechtsvertretung auch noch als Corporate Governance-Berater für Unternehmen, in die investiert werden soll, tätig sind, ist ein Interessenkonflikt wahrscheinlich. Interessenkonflikte ergeben sich auch dann, wenn ein Berater für die Stimmrechtsvertretung eine Beratung zu Aktionärsbeschlüssen vornimmt, die von (einem seiner) seinen Kunden vorgeschlagen werden. Darüber hinaus ist der mangelnde Wettbewerb in diesem Sektor bedenklich. Er beeinflusst u. a. die Qualität der Beratung und zudem ist nicht klar, inwiefern die Beratung die Bedürfnisse der Anleger erfüllt.

Fragen:

| | |
|---|---|
| (18) | Sollte in den EU-Rechtsvorschriften eine größere Transparenz der Berater für die Stimmrechtsvertretung gefordert werden, wenn es beispielsweise um ihre Analysemethoden, Interessenkonflikte und ihre Konfliktbewältigungsstrategie und/ oder um die Anwendung bzw. Nichtanwendung eines Verhaltenskodexes geht? Wenn ja, wie könnte dies am Besten erreicht werden? |

(19) Sind Ihrer Auffassung nach weitere (Legislativ-)Maßnahmen erforderlich, z. B. Einschränkungen der Möglichkeit für die Berater, Consulting-Dienstleistungen für Unternehmen, in die investiert werden soll, zu erbringen?

### 2.6 Identifizierung der Aktionäre

Unlängst wurde der Ruf nach EU-Maßnahmen zur Erhöhung des Niveaus an Anlegertransparenz[52] für die Emittenten von Aktien[53] laut. Dabei wurde die Tatsache hervorgehoben, dass Emittenten bei einer Identifizierung ihrer Aktionäre in einen Dialog mit diesen treten können. Dies sei vor allem bei Fragen auf dem Gebiet der Corporate Governance wichtig. Ein solches Vorgehen würde in der Regel auch das Engagement der Aktionäre im Hinblick auf Unternehmen, in die sie investieren, erhöhen[54]. Rund zwei Drittel der Mitgliedstaaten haben Emittenten bereits das Recht eingeräumt, ihre inländischen Aktionäre zu identifizieren[55]. Darüber hinaus sehen die Transparenzrichtlinie[56] und damit einhergehende nationale Umsetzungsmaßnahmen ein bestimmtes Transparenzniveau für Beteiligungen über einem gewissen Schwellenwert vor[57].

Andere Gruppen sind mit der Forderung nach der Schaffung eines europäischen Instruments zur Identifizierung der Anleger nicht einverstanden. Ihrer Auffassung nach haben es die modernen Kommunikationsmittel sehr einfach gemacht, Aktionäre und potenzielle Anleger über Corporate Governance-Fragen zu informieren und ihre Meinungen einzuholen. Eine bessere Kenntnis der Aktionäre könnte auch zu einer Stärkung der Unternehmensleitung führen. d. h. ihr dabei helfen, sich besser gegen Maßnahmen der Aktionäre zu wehren, die auf den Verhaltenskodex des Unternehmens abzielen. In einigen Mitgliedstaaten verhindern unter Umständen auch Datenschutzregeln zum Schutz der Privatsphäre, dass Intermediäre Informationen über Aktionäre an Emittenten weiterleiten.

Frage:

(20) Halten Sie die Einführung eines technischen und/ oder rechtlichen Mechanismus auf EU-Ebene für erforderlich, mit dem Emittenten ihre Aktionäre leichter identifizieren können, um so den Dialog zu Corporate Governance-Fragen zu erleichtern? Wenn ja,

---

52 Für weitere detaillierte Informationen siehe Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen ‘Die Überprüfung der Funktionsweise der Richtlinie 2004/109/EG: Neue Fragen’, Begleitdokument zum Bericht der Kommission an den Rat, das Europäische Parlament, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen über die Funktionsweise der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, SEK(2009) 611, Seiten 88-94.

53 Diese Frage wurde auch in dem Grünbuch *Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik*, KOM(2010) 284 endgültig, angesprochen. Sie beschränkte sich allerdings auf Finanzinstitute.

54 Die Kommission hat die mit dem ‚empty voting' („leeres Stimmrecht“) einhergehende Missbrauchsgefahr bereits in ihrer Konsultation zur Transparenzrichtlinie behandelt. In dieser Konsultation wurde angeregt, das Problem als ‘record date capture’ einzustufen.

55 Für weitere Einzelheiten siehe Marktanalyse zu den Aktionärstransparenzsystemen in Europa, EZB T2S Taskforce on Shareholder Transparency, 9. Dezember 2010: http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81

56 Richtlinie 2004/109/EG

57 Bei der für 2011 vorgesehenen Überarbeitung der Transparenzrichtlinie plant die Kommission auch die Einführung einer Offenlegungsanforderung für langfristige Positionen, die einen vergleichbaren wirtschaftlichen Effekt auf das Halten von Aktien haben.

würde dieser Mechanismus auch der Zusammenarbeit zwischen Anlegern zugute kommen? Bitte nennen Sie Einzelheiten (z. B. verfolgte(s) Ziel(e), bevorzugtes Instrument, Häufigkeit, Detailniveau und Kostenzuweisung).

**2.7 Schutz von Minderheitsaktionären**

Der Schutz von Minderheitsaktionären ist aus einer Reihe von Gründen für die Rolle der Aktionäre bei der Corporate Governance von Bedeutung.

Die Einbringung von Minderheitsaktionären ist bei Unternehmen mit Mehrheitsaktionären schwierig - ein Governance-Modell, das bei den europäischen Unternehmen immer noch vorherrscht. Dies wirft die Frage auf, ob der Grundsatz „Mittragen oder Begründen" ('comply or explain') in diesen Unternehmen immer noch tragfähig ist, insbesondere in Fällen, in denen ein angemessener Schutz von Minderheitsaktionären nicht garantiert ist.

Zum anderen stellt sich die Frage, ob die vorhandenen EU-Vorschriften zum Schutz der Interessen von Minderheitsaktionären gegen einen Missbrauch seitens eines Mehrheitsaktionärs (und/ oder durch die Unternehmensleitung) ausreichen.

*2.7.1 Möglichkeiten für ein Engagement und die Funktionsweise des Grundsatzes „Mittragen oder Begründen" ('comply or explain') im Falle eines Mehrheitsaktionärs oder eines Aktionärs mit beherrschendem Einfluss*

Das Engagement eines Minderheitsaktionärs kann sich in Unternehmen mit einem Aktionär mit beherrschendem Einfluss oder einem Mehrheitsaktionär als schwierig erweisen, da letztere typischerweise im Verwaltungsrat vertreten sind. Die Schwierigkeiten bzw. die Unfähigkeit von Minderheitsaktionären, ihre Interessen in Unternehmen mit Mehrheitsaktionären wirksam zu vertreten, kann die Anwendung des Grundsatzes „Mittragen oder Begründen" ('comply or explain') wesentlich beeinträchtigen. Um die Rechte von Aktionären zu stärken, ist in bestimmten Mitgliedstaaten (wie z. B. Italien) die Bestellung einiger Sitze im Verwaltungsrat Minderheitsaktionären vorbehalten.

Frage:

(21) Benötigen Ihrer Meinung nach Minderheitsaktionäre zusätzliche Rechte, um ihre Interessen in Unternehmen mit Mehrheitsaktionären oder Aktionären mit beherrschendem Einfluss wirksam zu vertreten?

*2.7.2 Schutz gegen möglichen Missbrauch*

Mehrheitsaktionäre und/ oder Verwaltungsräte können auf vielfache Art und Weise in einem Unternehmen Vorteile zu Lasten der Interessen von Minderheitsaktionären erwerben. Dies geschieht üblicherweise im Rahmen von 'Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen'.

Die derzeitigen EU-Rechtsvorschriften decken bereits einige Aspekte dieser Art von Transaktionen ab, vor allem aber die Rechnungslegung und die Offenlegung. So sind die Unternehmen gehalten, in ihren Jahresabschluss einen Anhang aufzunehmen, in dem der

Betrag und die Art der Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen genannt sowie weitere erforderliche Informationen beigebracht werden[58].

Einigen Anlegern zufolge, mit denen die Kommission bei der Vorbereitung dieses Grünbuchs diskutierte, sind die Vorschriften jedoch unzureichend. Ihrer Auffassung nach reicht die Offenlegung von Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen nicht in allen Situationen aus und erfolgt nicht immer fristgerecht.

Es wurde vorgeschlagen[59], der Verwaltungsrat solle ab einem bestimmten Schwellenwert einen unabhängigen Sachverständigen bestellen, der für die Minderheitsaktionäre eine unparteiische Stellungnahme zu den Bedingungen und Konditionen von Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen abgibt. Bedeutende Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen müssten von der Hauptversammlung genehmigt werden. Die mit Hauptversammlungen einhergehende Werbung könnte Mehrheitsaktionäre von der Durchführung bestimmter Transaktionen abhalten und den Minderheitsaktionären die Möglichkeit einräumen, gegen den Beschluss zur Gutheißung der Transaktion zu stimmen. Von einigen Gruppen wird auch vorgeschlagen, Mehrheitsaktionäre von der Abstimmung auszuschließen.

Frage:

(22) Sollten Minderheitsaktionäre Ihrer Auffassung nach stärker gegen Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen geschützt werden? Wenn ja, welche Maßnahmen sollten ergriffen werden?

### 2.8 Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern

Das Interesse der Arbeitnehmer an der langfristigen Entwicklung des Unternehmens, in dem sie beschäftigt sind, ist ein für den Corporate Governance-Rahmen zu berücksichtigender Aspekt. Die Einbeziehung der Arbeitnehmer in die Angelegenheiten eines Unternehmens kann die Form von Informationen, Konsultationen und der Beteiligung im Verwaltungsrat annehmen. Es kann sich aber auch um Formen einer finanziellen Beteiligung handeln, insbesondere dann, wenn die Arbeitnehmer Aktionäre ihres Unternehmens werden. In einigen europäischen Ländern hat die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern eine lange Tradition[60]. Derartige Systeme dienen vor allem der Steigerung der Einbringung und Motivierung der Arbeitnehmer sowie der Erhöhung der Produktivität und Minderung sozialer Spannungen. Die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern ist aber auch mit Risiken aufgrund einer mangelnden Diversifikation verbunden: Wird das Unternehmen insolvent, können die Arbeitnehmer unter Umständen sowohl ihren Arbeitsplatz als auch ihre Ersparnisse verlieren. Arbeitnehmer in

58 Siehe Artikel 43 Absatz 1 Ziffer 7 Buchstabe b der Vierten Richtlinie 78/660/EWG des Rates vom 25. Juli 1978 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g des Vertrages über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen und Artikel 34 Absatz 7 Buchstabe b der Siebenten Richtlinie 83/349/EWG des Rates vom 13. Juni 1983 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g des Vertrages über den konsolidierten Abschluss (Vierte und Siebente Richtlinie über das Gesellschaftsrecht),

59 Siehe Erklärung des Europäischen Corporate Governance-Forums zu den Rechten von Minderheitsaktionären.

60 Mitteilung zu den Rahmenbedingungen für die Förderung der finanziellen Beteiligung der Arbeitnehmer, KOM 2002(364) endgültig; der PEPPER IV Bericht: "Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union", 2008.

ihrer Funktion als Anleger könnten aber auch eine wichtige Rolle spielen, wenn es um die Ausweitung des Teils langfristig orientierter Aktionäre geht.

Frage:

| | |
|---|---|
| (23) | Sind Maßnahmen – und wenn ja, welche – zur Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern zu ergreifen? |

## 3. DER GRUNDSATZ „MITTRAGEN ODER BEGRÜNDEN" (‘COMPLY OR EXPLAIN’) – ÜBERWACHUNG UND UMSETZUNG DER CORPORATE GOVERNANCE-KODIZES

Aus Erhebungen unter Unternehmen geht hervor, dass die meisten den Grundsatz „Mittragen oder Begründen" (‘comply or explain’) für ein geeignetes Mittel der Corporate Governance halten. Diesem Ansatz zufolge muss ein Unternehmen, das sich für ein Abweichen von einer Corporate Governance-Empfehlung entscheidet, detaillierte, spezifische und konkrete Gründe dafür nennen. Sein Hauptvorteil ist die Flexibilität. So gestattet er Unternehmen, ihre Corporate Governance-Praktiken ihrer jeweiligen Situation anzupassen (unter Berücksichtigung ihrer Größe, der Aktionärsstruktur und sektoraler Eigenheiten). Auch soll er die Unternehmen verantwortlicher machen, indem sie zu überlegen haben, ob ihre Corporate Governance-Praktiken zweckmäßig sind, und ihnen ein Ziel vorgegeben wird. Der Grundsatz „Mittragen oder Begründen" (‘comply or explain’) wird von den Regulierungsbehörden, Unternehmen und Anlegern folglich weitgehend unterstützt, wie eine Studie über die Systeme zur Überwachung und zur Durchsetzung von Corporate Governance Regeln in den Mitgliedstaaten vom Herbst 2009[61] zeigte.

Allerdings ist die allgemeine Einführung des Grundsatzes „Mittragen oder Begründen" (‘comply or explain’) in der EU auf Schwierigkeiten gestoßen. Die zuvor genannte Studie zeigte wesentliche Mängel bei der Anwendung dieses Grundsatzes auf, die der Effizienz des Europäischen Corporate Governance-Rahmens abträglich sind und die Nützlichkeit des Systems einschränken. So scheinen einige Anpassungen erforderlich zu sein, um die Anwendung der Corporate Governance-Kodizes zu verbessern. Die Lösungen sollten die Basis des Grundsatzes „Mittragen oder Begründen" (‘comply or explain’) nicht verändern, aber zu seiner wirksamen Funktionsweise beitragen, indem die Informationsqualität der Berichte verbessert wird. Diese Lösungen greifen allerdings einem eventuell erforderlich werdenden Ausbau bestimmter Anforderungen auf EU-Ebene nicht vor, indem sie eher als Rechtsvorschriften als in Form von Empfehlungen abgegeben werden.

### 3.1 Verbesserung der Qualität der Erläuterungen in Corporate Governance-Erklärungen

Der oben genannten Studie zufolge ist die allgemeine Qualität der Corporate Governance-Erklärungen von Unternehmen beim Abweichen von einer Corporate Governance-Erklärung nicht zufriedenstellend. Die Erläuterungen des Unternehmens werden schließlich von den Anlegern beim Fällen ihrer Anlageentscheidungen und zur Beurteilung des Unternehmenswerts verwendet. Aus der Studie ging jedoch hervor, dass die Unternehmen in über 60 % der Fälle, in denen sie sich für die Nichtanwendung der Empfehlungen

61 Studie über die Systeme zur Überwachung und zur Durchsetzung von Corporate Governance Regeln in den Mitgliedstaaten, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm.

entschieden, keine ausreichende Erläuterung beibrachten. Entweder stellten sie schlicht fest, dass sie von einer Empfehlung abwichen, ohne dies weiter zu erklären, oder sie brachten nur eine allgemeine oder begrenzte Erläuterung bei.

In vielen Mitgliedstaaten ist allerdings eine langsame, aber allmähliche Verbesserung dieser Situation zu beobachten. Die Unternehmen lernen dazu und bringen bessere Erläuterungen bei, was der 'Erziehung' durch öffentliche oder private Stellen zu verdanken ist (Finanzmarktaufsichtsbehörden, Börsen, Handelskammern usw.). Eine weitere Verbesserung könnte noch erreicht werden, indem für die von den Unternehmen im Falle des Abweichens von den Empfehlungen zu veröffentlichenden Informationen detailliertere Anforderungen eingeführt werden. Diese Anforderungen sollten klar und präzise sein, denn viele der derzeitigen Schwierigkeiten sind auf ein Missverständnis hinsichtlich der Art der erforderlichen Erläuterungen zurückzuführen.

Ein gutes Beispiel für eine präzise Anforderung für Unternehmen ist der schwedische Corporate Governance-Kodex, demzufolge das Unternehmen in seinem Corporate Governance-Bericht vorzusehen hat, dass das Unternehmen klar angeben muss, welchen Vorschriften des Kodexes nicht nachgekommen wurde, die Gründe für jeden Fall der Nichteinhaltung anzugeben sind sowie die stattdessen gewählte Lösung zu erläutern ist.'[62]. Es scheint angebracht zu sein zu fordern, dass Unternehmen nicht nur die Gründe für ein Abweichen von einer bestimmten Empfehlung, sondern auch eine genaue Beschreibung der stattdessen gewählten Lösung angeben.

### 3.2 Bessere Überwachung der Corporate Governance

Die von den Unternehmen veröffentlichten Corporate Governance-Erklärungen werden anscheinend nicht so überwacht, wie dies der Fall sein sollte. In den meisten Mitgliedstaaten müssen die Anleger die rechtliche Durchsetzung der Veröffentlichung fordern. Allerdings treten sie unabhängig von der Kultur und den Traditionen ihres Mitgliedstaats oftmals nur wenig in Aktion. Die Finanzmarktaufsichtsbehörden bzw. die Börsen und andere Überwachungsbehörden arbeiten innerhalb unterschiedlicher Rechtsrahmen und haben verschiedene Praktiken entwickelt. In den meisten Fällen kommt ihnen lediglich eine formelle Rolle zu, zu überprüfen, ob die Corporate Governance-Erklärung auch wirklich veröffentlicht wurde. Nur wenige Mitgliedstaaten verfügen über öffentliche oder spezialisierte Behörden, die die Vollständigkeit der beigebrachten Informationen (vor allem aber die Erläuterungen) überprüfen können.

Der Grundsatz „Mittragen oder Begründen" ('comply or explain') könnte wesentlich besser funktionieren, wenn es den Überwachungsbehörden, wie den Wertpapieraufsichtsbehörden, den Börsen oder anderen Behörden[63] gestattet wäre nachzuprüfen, ob die verfügbaren Informationen (vor allem aber die Erläuterungen) ausreichend informativ und verständlich sind. Die Behörden sollten jedoch den Inhalt der veröffentlichten Informationen nicht beeinflussen oder ein Urteil zu der vom Unternehmen gewählten Lösung abgeben. Dennoch könnten die Behörden die Kontrollergebnisse veröffentlichen, um bewährte Praktiken zu

---

[62] Siehe http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code, Punkt 10.2.

[63] Auf die Rolle der Abschlussprüfer wird hier nicht eingegangen, da eine Konsultation zur Rolle der gesetzlichen Abschlussprüfung Gegenstand eines gesonderten Grünbuchs ist, das unter folgender Adresse abrufbar ist: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf.

fördern und Unternehmen zu einer besseren Transparenz anzuhalten. Auch könnten formelle Sanktionen für die schwersten Fälle der Nichteinhaltung ins Auge gefasst werden[64].

Eine Möglichkeit zur Verbesserung der Kontrolle könnte in der Definition der Corporate Governance-Erklärung als vorgeschriebene Information im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe k der Richtlinie 2004/109/EG bestehen, um sie so den Befugnissen der zuständigen Behörden gemäß Artikel 24 Absatz 4 der Richtlinie zu unterwerfen.

Was die verschiedenen von den Aufsichtsbehörden entwickelten Praktiken betrifft, so bestehen zahlreiche Möglichkeiten für die Verbesserung und Ausweitung des Austausches der bewährten Praktiken.

Fragen:

(24) Stimmen Sie der Tatsache zu, dass Unternehmen, die von den Empfehlungen der Corporate Governance-Kodizes abweichen, gehalten sein sollten, detaillierte Erläuterungen dafür beizubringen und die alternativen Lösungen zu beschreiben?

(25) Sollten Ihrer Auffassung nach die Aufsichtsbehörden befugt sein, die Informationsqualität der Erläuterungen in den Corporate Governance-Erklärungen zu überprüfen und die Unternehmen zu einer eventuellen Vervollständigung dieser Erläuterungen aufzufordern? Wenn ja, wie sollte ihre Rolle im Einzelnen aussehen?

## 4. NÄCHSTE SCHRITTE

Die Mitgliedstaaten, das Europäische Parlament, der Europäische Wirtschafts- und Sozialausschuss sowie andere interessierte Parteien, sind gehalten, ihre Stellungnahmen zu den in diesem Grünbuch genannten Vorschlägen zu übermitteln. Beiträge werden bis zum 22. Juli 2011 an folgende E-Mail-Adresse erbeten: markt-complaw@ec.europa.eu. Im Anschluss an dieses Grünbuch und auf der Grundlage der erhaltenen Antworten wird die Kommission über die nächsten Schritte entscheiden. Jedem künftigen Vorschlag mit oder ohne Rechtsetzungscharakter wird eine eingehende Folgenabschätzung vorausgehen, die das Erfordernis, die Unternehmen nicht übermäßig in Bezug auf ihre Verwaltung zu belasten, mitberücksichtigen wird.

Die eingegangenen Beiträge werden im Internet veröffentlicht. Daher sollte die diesem Grünbuch beigefügte spezielle Datenschutzerklärung gelesen werden, die Informationen zur Verarbeitung personenbezogener Daten und zur Behandlung der Beiträge enthält.

---

64 Wie z.B. in Spanien — siehe Studie über die Praktiken bei der Überwachung und rechtlichen Durchsetzung der Corporate Governance in den Mitgliedstaaten, S. 63.

**Anhang 1: Fragenkatalog**

Allgemeine Fragen

(1) Sollten die EU-Corporate Governance-Maßnahmen die Größe börsennotierter Gesellschaften berücksichtigen? Wenn ja, wie? Sollte für kleine und mittlere börsennotierte Unternehmen eine unterschiedliche und zweckmäßige Lösung gefunden werden? Wenn ja, gibt es geeignete Definitionen oder Schwellenwerte? Wenn ja, schlagen Sie bitte bei der Beantwortung der nachstehenden Fragen Möglichkeiten für ihre eventuelle Anpassung an KMU vor.

(2) Sollten Corporate Governance-Maßnahmen auf EU-Ebene für nicht börsennotierte Unternehmen ergriffen werden? Sollte sich die EU auf die Förderung der Entwicklung und Anwendung freiwilliger Kodizes für nicht börsennotierte Unternehmen konzentrieren?

Verwaltungsrat

(3) Sollte die EU versuchen, eine klare Trennung der Aufgaben und Zuständigkeiten des Verwaltungsratsvorsitzenden und des „Chief Executive Officer"/CEO zu gewährleisten?

(4) Sollen im Rahmen der Personalpolitik das Profil der Verwaltungsratsmitglieder und des Verwaltungsratsvorsitzenden genau definiert und ausreichende Befähigungen der Verwaltungsratsmitglieder sowie Vielfalt bei der Zusammensetzung des Verwaltungsrats gewährleistet werden? Wenn ja, wie könnte dies am Besten geschehen und auf welcher Governance-Ebene, d.h. auf nationaler, auf EU- oder auf internationaler Ebene?

(5) Sollten börsennotierte Unternehmen zur Veröffentlichung einer eventuell vorhandenen Diversitätsstrategie angehalten werden und wenn ja, sollten sie dann ihre Ziele und ihren wesentlichen Inhalt beschreiben sowie regelmäßige Fortschrittsberichte offenlegen?

(6) Sollten börsennotierte Unternehmen gehalten sein, für ein besseres Gleichgewicht in den Verwaltungsräten zu sorgen, und wenn ja, wie?

(7) Sollte Ihrer Auffassung nach auf EU-Ebene eine Maßnahme bestehen, die die Zahl der Mandate eines nicht geschäftsführenden Verwaltungsratmitglieds begrenzt? Wenn ja, wie sollte sie formuliert sein?

(8) Sollten börsennotierte Unternehmen dazu angehalten werden, regelmäßig eine externe Beurteilung durchzuführen (z. B. alle drei Jahre)? Wenn ja, wie sollte dies geschehen?

(9) Sollte die Offenlegung der Vergütungspolitik, des Jahresvergütungsberichts (ein Bericht über die Art und Weise der Umsetzung der Vergütungspolitik im Vorjahr) und der Einzelvergütung der geschäftsführenden und nicht geschäftsführenden Mitglieder der Unternehmensleitung obligatorisch werden?

(10) Sollte eine Abstimmung der Aktionäre über die Vergütungspolitik und den Vergütungsbericht obligatorisch werden?

(11) Stimmen Sie damit überein, dass der Verwaltungsrat den 'Risikoappetit' des Unternehmens billigen und dafür verantwortlich sein sowie ihn den Aktionären verständlich machen sollte? Sollten diese Offenlegungsanforderungen auch relevante wichtige Gesellschaftsrisiken umfassen?

(12) Sollte der Verwaltungsrat Ihrer Meinung nach gewährleisten, dass die Vorkehrungen im Zusammenhang mit dem Risikomanagement des Unternehmens wirksam und seinem Risikoprofil angemessen sein sollten?

Aktionäre

(13) Bitte nennen Sie uns alle etwaigen EU-Rechtsvorschriften, die Ihrer Meinung nach zum unangemessenen kurzfristigen Denken unter Anlegern beitragen, und unterbreiten Sie Vorschläge, wie diese Bestimmungen im Hinblick auf die Verhinderung eines solchen Verhaltens geändert werden könnten.

(14) Sind Maßnahmen – und wenn ja, welche – im Hinblick auf die Anreizstrukturen für Vermögensverwalter, die die Portfolios von langfristig orientierten institutionellen Anlegern verwalten, und ihre Leistungsbewertung zu ergreifen?

(15) Sollten die EU-Rechtsvorschriften eine wirksamere Überwachung der Vermögensverwalter durch die institutionellen Anleger vorsehen, was Strategien, Kosten, den Handel und die Frage angeht, in welchem Maße sich Vermögensverwalter in Unternehmen, in die investiert werden wird, einbringen sollen? Wenn ja, wie?

(16) Sollte in den EU-Vorschriften eine gewisse Unabhängigkeit vom Leitungsorgan der Vermögensverwalter, wie z. B. der Muttergesellschaft, festgeschrieben werden, oder sind andere (Legislativ-) Maßnahmen erforderlich, um die Offenlegung und die Handhabung von Interessenkonflikten zu verbessern?

(17) Wie könnte die Zusammenarbeit zwischen Aktionären in der EU am Besten erleichtert werden?

(18) Sollte in den EU-Rechtsvorschriften eine größere Transparenz der Berater für die Stimmrechtsvertretung gefordert werden, wenn es beispielsweise um ihre Analysemethoden, Interessenkonflikte und ihre Konfliktbewältigungsstrategie und/ oder um die Anwendung bzw. Nichtanwendung eines Verhaltenskodexes geht? Wenn ja, wie könnte dies am Besten erreicht werden?

(19) Sind Ihrer Auffassung nach weitere (Legislativ-)Maßnahmen erforderlich, z. B. Einschränkungen der Möglichkeit für die Berater, Consulting-Dienstleistungen für Unternehmen, in die investiert werden soll, zu erbringen?

(20) Halten Sie die Einführung eines technischen und/ oder rechtlichen Mechanismus auf EU-Ebene für erforderlich, mit dem Emittenten ihre Aktionäre leichter identifizieren können, um so den Dialog zu Corporate Governance-Fragen zu erleichtern? Wenn ja, würde dieser Mechanismus auch der Zusammenarbeit zwischen Anlegern zugute kommen? Bitte nennen Sie Einzelheiten (z. B. verfolgte(s) Ziel(e), bevorzugtes Instrument, Häufigkeit, Detailniveau und Kostenzuweisung)..

(21) Benötigen Ihrer Meinung nach Minderheitsaktionäre zusätzliche Rechte, um ihre Interessen in Unternehmen mit Mehrheitsaktionären oder Aktionären mit beherrschendem Einfluss wirksam zu vertreten?

(22) Sollten Minderheitsaktionäre Ihrer Auffassung nach stärker gegen Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen geschützt werden? Wenn ja, welche Maßnahmen sollten ergriffen werden?

(23) Sind Maßnahmen – und wenn ja, welche – zur Förderung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern zu ergreifen?

Überwachung und Umsetzung der Corporate Governance- Kodizes

(24) Stimmen Sie der Tatsache zu, dass Unternehmen, die von den Empfehlungen der Corporate Governance-Kodizes abweichen, gehalten sein sollten, detaillierte Erläuterungen dafür beizubringen und die alternativen Lösungen zu beschreiben?

(25) Sollten Ihrer Auffassung nach die Aufsichtsbehörden befugt sein, die Informationsqualität der Erläuterungen in den Corporate Governance-Erklärungen zu überprüfen und die Unternehmen zu einer eventuellen Vervollständigung dieser Erläuterungen aufzufordern? Wenn ja, wie sollte ihre Rolle im Einzelnen aussehen?

**Anhang 2: Aufstellung der EU-Maßnahmen auf dem Gebiet der Corporate Governance**

– Richtlinie 2006/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 zur Änderung der Richtlinien des Rates 78/660/EWG über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, 83/349/EWG über den konsolidierten Abschluss, 86/635/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten und 91/674/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Versicherungsunternehmen (ABl. L 224 vom 16.8.2006, S. 1-7).

– Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. L 390 vom 31. 12. 2004, S. 38-57).

– Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften (ABl. L 184 14. 7. 2007, S. 17-24).

– Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (ABl. L 142 vom 30. 4. 2004, S. 12-23).

– Empfehlung 2005/162/EG der Kommission vom 15. Februar 2005 zu den Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern börsennotierter Gesellschaften sowie zu den Ausschüssen des Verwaltungs-/Aufsichtsrats (ABl. L 52 vom 25. 2. 2005, S. 51-63).

– Empfehlung 2004/913/EG der Kommission vom 14. Dezember 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (ABl. L 385 vom 29.12.2004, S. 55-59).

– Empfehlung 2009/385/EG der Kommission vom 30. April 2009 zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (ABl. L 120 vom 15. 5. 2009, S. 28–31).

–



Gesamtherstellung: H. Heenemann GmbH & Co., Buch- und Offsetdruckerei, Bessemerstraße 83–91, 12103 Berlin, www.heenemann-druck.de
Vertrieb: Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH, Postfach 10 05 34, 50445 Köln, Telefon (02 21) 97 66 83 40, Fax (02 21) 97 66 83 44, www.betrifft-gesetze.de
ISSN 0722-8333